ZPRÁVA O INFLACI / III

2017

ČNB ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA

ZPRÁVA O INFLACI / III

ČNB ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA

Tato Zpráva o inflaci byla schválena bankovní radou České národní banky dne 10. srpna 2017 a obsahuje informace dostupné k 21. červenci 2017. Není-li uvedeno jinak, zdrojem ve Zprávě obsažených dat jsou ČSÚ nebo ČNB. Všechny dosud publikované Zprávy o inflaci jsou k dispozici na našich webových stránkách. Zde jsou uveřejněna také podkladová data k tabulkám a grafům použitým v textu této Zprávy o inflaci, záznamy z jednání bankovní rady a časové řady vybraných indikátorů hospodářského a měnového vývoje dostupné v databázi ARAD.

Vážení čtenáři,

Zpráva o inflaci je naší klíčovou publikací v oblasti měnové politiky. Publikujeme ji již od roku 1998. V průběhu let jsme ji postupně inovovali, přičemž svou aktuální podobu – jak ji vidíte nyní – získala letos na jaře. V kapitole I této Zprávy se seznámíte s vyzněním naší nové čtvrtletní prognózy a s důvody, které stály za přijatým měnověpolitickým rozhodnutím bankovní rady České národní banky. V kapitole II naleznete podrobný popis nové prognózy a jejích rizik. Kapitola III obsahuje naše hodnocení uplynulého hospodářského a měnového vývoje.

Podle Ústavy ČR a zákona o České národní bance je naším hlavním cílem péče o cenovou stabilitu. Dále pečujeme o finanční stabilitu a o bezpečné a hladké fungování finančního systému v České republice. Pokud tím není dotčen náš hlavní cíl, podporujeme rovněž obecnou hospodářskou politiku vlády vedoucí k udržitelnému hospodářskému růstu. Udržováním cenové stability pomáháme českým podnikům a domácnostem v jejich rozhodování a plánování, což v konečném důsledku vede ke stabilnějšímu vývoji celé naší ekonomiky. Nezbytným předpokladem pro úspěšné provádění měnové politiky zaměřené na cenovou stabilitu je naše nezávislost. Z tohoto důvodu ze zákona nesmíme přijímat ani vyžadovat pokyny od prezidenta, vlády, parlamentu, správních úřadů ani jiného subjektu.

O cenovou stabilitu pečujeme v rámci režimu cílování inflace, a to již od roku 1998. Jeho základními rysy jsou veřejně vyhlášený inflační cíl, zaměření na prognózy budoucího vývoje inflace a otevřená komunikace s veřejností. Inflační cíl jsme počínaje rokem 2010 stanovili jako meziroční růst spotřebitelských cen ve výši 2 %. Usilujeme přitom o to, aby se skutečná hodnota inflace nelišila od inflačního cíle o více než jeden procentní bod na obě strany. Podobně nastavený inflační cíl má většina vyspělých ekonomik. Důvodů, proč definujeme cenovou stabilitu jako mírný růst cen a nikoliv nulovou inflaci, je několik. Měření inflace bývají zkreslená směrem nahoru vlivem nedokonalého očištění dopadů změn kvality zboží a služeb, kdy růst kvality je někdy statisticky zachycen jako růst cen. Na tomto zkreslení se podílí rovněž předpoklad neměnnosti vah ve spotřebním koši, zatímco ve skutečnosti mají lidé přirozenou tendenci přesouvat se od rychleji zdražujícího zboží a služeb ke statkům, jejichž ceny rostou podprůměrným tempem či dokonce klesají. V neposlední řadě by při cílování příliš nízké či dokonce nulové inflace často hrozil nástup deflace s velmi neblahými důsledky pro celou společnost. V takových situacích by navíc centrální banka opakovaně narážela na nulovou hranici úrokových sazeb a musela by často využívat jiné, méně standardní nástroje.

Změny v nastavení měnové politiky se v ekonomice projevují s časovým odstupem. Proto je pro rozhodování bankovní rady České národní banky důležitý především budoucí vývoj české ekonomiky, nikoliv pouze její aktuální stav. Pro naše rozhodování je přitom nejvíce relevantní prognóza inflace na tzv. horizontu měnové politiky (vzdáleném 12–18 měsíců v budoucnosti). Jak se bude ekonomika s největší pravděpodobností vyvíjet, nám říká naše prognóza. Ta je sestavována odborníky ze sekce měnové pomocí strukturálního makroekonomického modelu s označením „g3“. Tento jádrový model zachycuje základní charakteristiky české ekonomiky popsané vývojem klíčových veličin, jako jsou ceny, mzdy, složky HDP v nominálním i reálném vyjádření, kurz koruny a nominální úrokové sazby. S ohledem na otevřenost české ekonomiky hraje v modelu důležitou roli zahraniční obchod a vývoj kurzu koruny vůči euru. Strukturální vazby v modelu umožňují ucelený a konzistentní pohled na vztah nominálních veličin a reálné ekonomiky. Z hlediska ekonomické teorie se jedná o druh dynamického stochastického modelu všeobecné rovnováhy (DSGE model). Důležitým rysem modelu jsou vpředhledící očekávání a jejich interakce s měnovou politikou, která reaguje změnou úrokových sazeb na ekonomické šoky ve snaze stabilizovat inflaci na horizontu měnové politiky blízko 2% cíle. Základními vstupy pro tvorbu prognózy jsou vyhodnocení aktuálního stavu ekonomiky (tzv. počáteční podmínky), předpokládaný vývoj v zahraničí, výhled administrativně stanovovaných cen a domácí fiskální politiky. Na základě těchto vstupních informací je následně pomocí modelu a dalších detailních analýz ekonomů sekce měnové sestavena prognóza budoucího nejpravděpodobnějšího vývoje české ekonomiky. Vedle základního scénáře prognózy se dle potřeby zpracovávají s využitím jádrového predikčního modelu též alternativní či citlivostní scénáře.

Prognóza představuje klíčový, avšak nikoliv jediný, vstup do našeho rozhodování o nastavení měnové politiky. Bankovní rada se k měnověpolitickým otázkám schází osmkrát ročně, pokud si ekonomický vývoj nevyžádá její mimořádné měnové zasedání. Na čtyřech jednáních (v únoru, květnu, srpnu a listopadu) přitom diskutujeme novou prognózu, na čtyřech zbývajících zasedáních (v březnu, červnu, září a prosinci) pak rizika a nejistoty poslední prognózy, a to ve světle nově dostupných informací o domácím i zahraničním ekonomickém vývoji. Příchod nových informací od sestavení prognózy a možnost odlišného vyhodnocení jejích rizik členy bankovní rady přitom způsobují, že námi přijaté rozhodnutí nemusí zcela odpovídat vyznění prognózy připravené našimi odborníky.

Hlavním nástrojem měnové politiky České národní banky je dvoutýdenní repo sazba. Spolu s ní nastavujeme též diskontní a lombardní sazbu. Změnou těchto měnověpolitických úrokových sazeb ovlivňujeme úrokové sazby na finančním trhu, ze kterých komerční banky odvozují úrokové sazby z úvěrů a vkladů pro své klienty. Zvýšení sazeb vede prostřednictvím tzv. transmisního mechanismu ke zvolnění růstu poptávky v ekonomice, které má za následek zpomalení cenového růstu. Snížení repo sazby má na inflaci opačný dopad. Pokud prognóza ukazuje sílící inflační tlaky, které by mohly vést k nárůstu inflace nad 2% cíl, je to signál, že naše měnová politika by měla být restriktivnější, tj. že úrokové sazby by měly být zvýšeny. Při útlumu inflačních tendencí je tomu samozřejmě naopak, protože měnová politika je v režimu cílování (budoucí) inflace symetrická na obě strany. Výjimkou jsou situace, kdy je cenový vývoj pod vlivem mimořádných nabídkových šoků, které nemůžeme ovlivnit a které vychýlí inflaci od cíle jen dočasně. Typickým příkladem těchto šoků jsou změny nepřímých daní nebo prudké změny ceny ropy. Snaha o udržení inflace v cíli navzdory těmto šokům by vedla ke zbytečnému rozkolísání ekonomického růstu a zaměstnanosti. Proto ve svém rozhodování od primárních dopadů těchto vlivů zpravidla odhlížíme a tolerujeme dočasnou odchylku inflace od cíle způsobenou uvedenými cenovými šoky. Po jejich odeznění se pak inflace vrací zpět k cíli.

Vedle výše popsaných měnověpolitických úrokových sazeb máme k dispozici celou řadu dalších nástrojů. Ty můžeme využít v situacích, kdy použití úrokových sazeb není dostačující k dosažení inflačního cíle. Příkladem takové situace bylo přijetí kurzového závazku na podzim 2013, k němuž jsme přistoupili poté, co měnověpolitické úrokové sazby byly sníženy na tzv. „technickou nulu" již v listopadu 2012 a situace vyžadovala další uvolnění měnových podmínek. Tento nástroj byl používán až do 6. dubna 2017, kdy bylo bankovní radou rozhodnuto o ukončení kurzového závazku. V rámci standardně fungujícího režimu řízeně plovoucího kurzu, k němuž jsme se vrátili, můžeme navíc intervencemi na devizovém trhu reagovat na případné nadměrné výkyvy kurzu koruny. Výše popsané nástroje používáme především za účelem dosahování cenové stability; pro potřeby dosahování finanční stability používáme samostatnou sadu nástrojů, tzv. makroobezřetnostní nástroje. Měnová politika se nicméně s makroobezřetnostní politikou vzájemně ovlivňují, neboť rozhodnutí měnové politiky mají dopady do finančního sektoru a naopak rozhodnutí makroobezřetnostní politiky mají vliv na ekonomický a cenový vývoj. Tyto vzájemné vazby obou politik proto bereme v potaz.

Jsme hrdí na to, že dle renomovaných mezinárodních analýz je Česká národní banka jednou z nejvíce transparentních centrálních bank na světě. Smyslem zveřejňování naší prognózy, jejích rizik a následně i vysvětlení důvodů pro přijímané rozhodnutí bankovní rady je učinit naši měnovou politiku co nejvíce otevřenou, srozumitelnou, předvídatelnou, a proto důvěryhodnou. Vycházíme přitom z přesvědčení, že důvěryhodná měnová politika účinně ukotvuje inflační očekávání, a tím významně napomáhá k udržování cenové a celkové makroekonomické stability v České republice.

Jménem České národní banky

Jiří Rusnok
guvernér

PŘEDMLUVA 4
OBSAH 7

I. SHRNUTÍ 8

II. PROGNÓZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA 10
II.1 ZAHRANIČNÍ VÝVOJ A VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNÓZY 10
II.1.1 Hospodářský vývoj v zahraničí 10
II.1.2 Zahraniční cenový vývoj 11
II.1.3 Zahraniční finanční vývoj 13
II.2 PROGNÓZA 14
II.2.1 Inflace a měnová politika 14
II.2.2 Náklady a trh práce 16
II.2.3 Ekonomická aktivita 18
II.2.4 Platební bilance 19
II.2.5 Fiskální vývoj 21
II.3 SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNÓZOU 23
II.4 RIZIKA A NEJISTOTY PROGNÓZY 25
II.4.1 Rizika vnímaná ČNB 25
II.4.2 Rizika signalizovaná prognózami ostatních subjektů 25

III. SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ 27
III.1 CENOVÝ VÝVOJ 27
III.1.1 Plnění inflačního cíle 27
III.1.2 Spotřebitelské ceny a ceny nemovitostí 29
BOX 1 Experimentální cenový index se zahrnutím cen starších nemovitostí 30
III.1.3 Dovozní a produkční ceny 32
III.2 VÝVOJ EKONOMIKY 34
III.2.1 Pozice ekonomiky v cyklu 34
III.2.2 Výdajová strana ekonomiky 35
III.2.3 Produkční strana ekonomiky 36
III.3 TRH PRÁCE 38
III.3.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost 38
III.3.2 Mzdy a produktivita 39
III.4 FINANČNÍ A MĚNOVÝ VÝVOJ 41
III.4.1 Měnová politika a úrokové sazby 41
BOX 2 Vývoj na trhu domácích státních dluhopisů v období platnosti kurzového závazku a po jeho ukončení 42
III.4.2 Měnový kurz 44
III.4.3 Úvěry 46
III.4.4 Peníze 47

POUŽITÉ ZKRATKY 48
GLOSÁŘ POJMŮ 49
KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY 54

I. SHRNUTÍ

Inflace letos setrvá v horní polovině tolerančního pásma, k 2% cíli se vrátí počátkem příštího roku. Inflační tlaky v současnosti kulminují, když odrážejí zrychlující mzdovou dynamiku v podmínkách robustního růstu domácí ekonomiky. V následujícím období růst domácích nákladů zvolní vlivem zvyšování dynamiky produktivity práce, a to přes další zrychlení růstu mezd a ekonomické aktivity. Aktuálně již jen lehce proinflační působení dovozních cen se rychle změní na protiinflační v důsledku utlumené dynamiky zahraničních výrobních cen a posilujícího kurzu. Zároveň odezní jednorázové vlivy zvyšující inflaci na počátku letošního roku. Začátkem příštího roku se tak inflace sníží k 2% cíli ČNB a na horizontu měnové politiky se bude nacházet lehce pod ním (Graf I.1). Z hlediska struktury cenového vývoje dojde k dalšímu – byť již jen lehkému – zvýšení jádrové inflace. Ta poté zvolní počátkem příštího roku, k čemuž přispěje zejména pokles dovozních cen. V současnosti poměrně výrazný růst cen potravin ještě dále zrychlí v souvislosti s oživením světových cen zemědělských komodit, poté se rovněž zmírní. Regulované ceny se letos celkově nezmění, v příštích dvou letech porostou jen slabě. U cen pohonných hmot již odeznívá výrazný meziroční růst z počátku letošního roku, v příštím roce budou tyto ceny dočasně klesat vlivem aktuálně snížené ceny ropy a posílení koruny vůči dolaru.

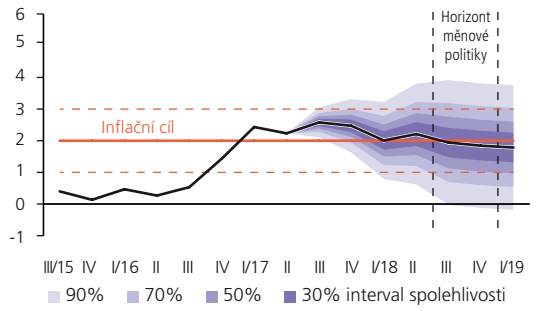
Růst české ekonomiky v letošním roce zrychlí znatelně nad 3% hranici, mírně nad ní se udrží i v následujících dvou letech (Graf I.2). Ekonomika se tak bude nadále nacházet mírně nad svým potenciálem. Zvyšování domácí ekonomické aktivity bude taženo především robustní dynamikou spotřeby domácností. Ta odráží optimismus spotřebitelů v prostředí svižného růstu jejich příjmů a nízkých úrokových sazeb. Investice oživí, a to především ve vládním sektoru v důsledku zvýšeného čerpání evropských fondů. V menší míře bude fiskální politika k ekonomickému růstu přispívat i prostřednictvím rychlého růstu platů ve veřejné sféře a zvyšování sociálních dávek. Ekonomika bude těžit z pokračujícího růstu poptávky v zemích našich hlavních obchodních partnerů. Kladný příspěvek čistého vývozu k růstu HDP však postupně odezní v důsledku posílení kurzu koruny a zvýšení dynamiky dovozu vlivem zrychlení domácí poptávky. Robustní růst ekonomiky se bude projevovat sílícím napětím na trhu práce. Míra nezaměstnanosti zůstává nejnižší v rámci zemí EU a prostor pro její další snížení je již malý. Důsledkem toho bude zvolnění růstu zaměstnanosti a další urychlení dynamiky mezd.

Kurz koruny vůči euru dle prognózy dále posílí. Prognóza kurzu pro třetí čtvrtletí 2017 zohledňuje dosud pozorovaný vývoj na devizovém trhu. I v dalších čtvrtletích bude kurz zpevňovat. Jedním z faktorů posilování bude pokračující reálná konvergence české ekonomiky k zemím eurozóny. Rychlost dlouhodobého rovnovážného reálného posilování koruny je přitom předpokládána na úrovni 1,5 % ročně. Ve směru posílení kurzu bude působit i kladný úrokový diferenciál vůči eurozóně a pokračující nákupy aktiv ze strany ECB. Prognóza kurzu ovšem nebere (s výjimkou predikce pro letošní třetí čtvrtletí) do úvahy,

Graf I.1

PROGNÓZA CELKOVÉ INFLACE

Celková inflace se na počátku příštího roku sníží, na horizontu měnové politiky se bude nacházet lehce pod 2% cílem
(meziročně v %)

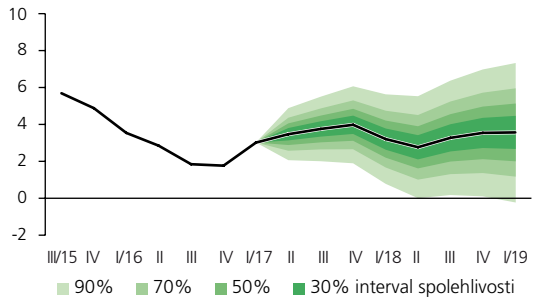


Poznámka: Intervaly spolehlivosti prognózy celkové inflace odrážejí predikční schopnost minulých prognóz. Jsou symetrické a rozšiřující se pouze pro prvních pět čtvrtletí, poté zůstávají konstantní. To odpovídá jak minulé predikční schopnosti, tak stabilizační roli měnové politiky.

Graf I.2

PROGNÓZA RŮSTU HDP

Růst české ekonomiky se bude v následujících letech pohybovat převážně nad 3 %
(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



Poznámka: Intervaly spolehlivosti prognózy růstu HDP odrážejí predikční schopnost minulých prognóz, jakožto i revize národních účtů ČSÚ. Jsou symetrické a lineárně se rozšiřující.

že jeho posilování může být nadále výrazně tlumeno tzv. překoupeností trhu. Ta je dána zajištěním kurzového rizika ze strany vývozců provedeným před opuštěním kurzového závazku ČNB a velkým objemem korunových pozic finančních investorů.

S prognózou je konzistentní nárůst domácích tržních úrokových sazeb ve třetím čtvrtletí 2017 a poté i v průběhu dalších dvou let (Graf I.3). Návrat úrokových sazeb k dlouhodobě neutrální úrovni přitom bude zhruba do poloviny příštího roku výrazně brzděn pokračujícím kvantitativním uvolňováním ECB vytvářejícím tlak na posilování kurzu koruny.

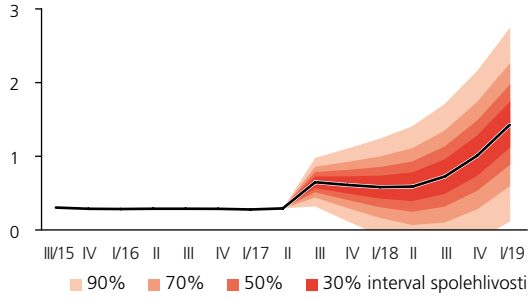
Bankovní rada ČNB na srpnovém měnovém jednání jednomyslně rozhodla zvýšit 2T repo sazbu o 20 bazických bodů na 0,25 %. Současně rozhodla o zvýšení lombardní sazby o 25 bazických bodů na 0,50 % a o ponechání diskontní sazby na úrovni 0,05 %. Jedná se o první změnu úrokových sazeb od listopadu 2012, kdy došlo ke snížení repo sazby na tzv. technickou nulu. Toto rozhodnutí současně představuje první zvýšení domácích úrokových sazeb od února 2008.

Bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy inflace na horizontu měnové politiky jako mírně proinflační. Důvodem je to, že kurz se může oproti prognóze v příštích čtvrtletích nacházet na slabších hodnotách, a to vlivem uzavírání korunových pozic finančních investorů v podmínkách chybějící protistrany. Časování dalších kroků při zvyšování úrokových sazeb bude podmíněno vývojem všech klíčových makroekonomických veličin, včetně kurzu koruny.

Graf I.3

PROGNÓZA ÚROKOVÝCH SAZEB

S prognózou je konzistentní nárůst domácích tržních úrokových sazeb ve třetím čtvrtletí 2017 a poté i v průběhu dalších dvou let
(3M PRIBOR v %)

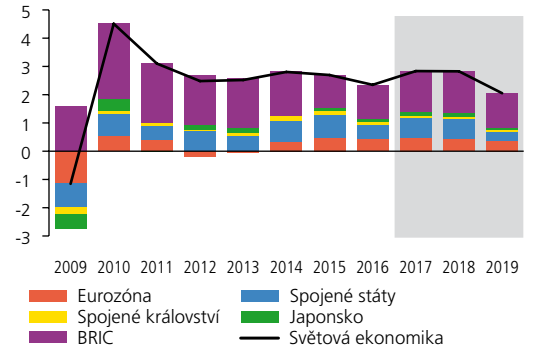


Poznámka: Intervaly spolehlivosti prognózy úrokových sazeb 3M PRIBOR odrážejí predikční schopnost minulých prognóz. Jsou symetrické, lineárně se rozšiřující a zdola omezené nulovou dolní mezí.

Graf II.1.1

VÝHLED RŮSTU SVĚTOVÉ EKONOMIKY

Růst světové ekonomiky v letošním roce zrychlí zejména díky sílící výkonnosti rozvíjejících se zemí a USA
(roční změny reálného HDP v %, příspěvky v procentních bodech, pramen: EIU, CF, výpočet ČNB)

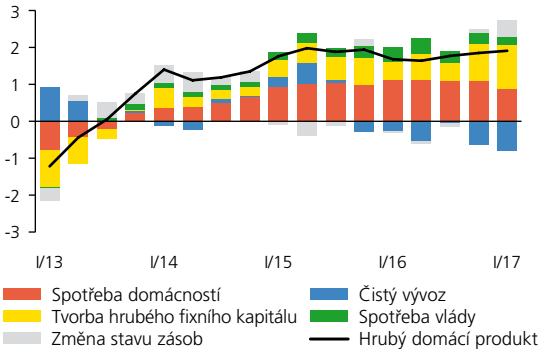


Poznámka: Růst světové ekonomiky je aproximován růstem osmi největších ekonomik, jejichž podíl na světovém HDP je přibližně 75 %. Váhy jednotlivých ekonomik jsou spočítány na základě nominálního HDP v USD v období 2010–2015; skupina zemí BRIC zahrnuje Brazílii, Rusko, Indii a Čínu.

Graf II.1.2

STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP V EUROZÓNĚ

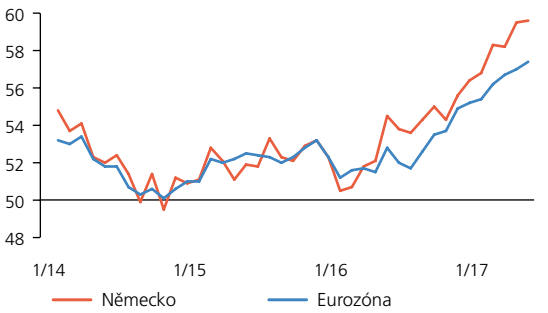
Růst HDP v prvním čtvrtletí lehce zrychlil a byl opět tažen domácí poptávkou, zejména zvýšeným příspěvkem investic
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno, pramen: Datastream, výpočet ČNB)



Graf II.1.3

PMI VE ZPRACOVATELSKÉM PRŮMYSLU

Nadále se zlepšuje hodnocení situace v průmyslu nákupními manažery, PMI se pohybuje na šestiletém maximu
(index nákupních manažerů, pramen: Bloomberg)



II. PROGNÓZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA

II.1 ZAHRANIČNÍ VÝVOJ A VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNÓZY

Růst světové ekonomiky po loňském zpomalení letos zrychlí. Hospodářský růst v eurozóně v efektivním vyjádření[1] by se měl do roku 2019 pohybovat kolem 2 %. Růst cen průmyslových výrobců bude v průběhu letošního a počátkem příštího roku slábnout kvůli odeznívání vlivu předchozího zvýšení cen energetických a průmyslových surovin. To se projevuje i v dočasném snížení inflace spotřebitelských cen v eurozóně, která se bude v příštím roce zdola pozvolna přibližovat ke 2 %. Tržní úrokové sazby 3M EURIBOR se pohybují ve výhledu až do začátku roku 2019 v záporných hodnotách v důsledku nadále uvolněné měnové politiky ECB. Záporný úrokový diferenciál vůči dolarové sazbě se dále rozšíří a teprve v roce 2019 se začne opět snižovat. Kurz eura vůči dolaru by měl přitom být zhruba stabilní.

II.1.1 Hospodářský vývoj v zahraničí

Růst světové ekonomiky po loňském zpomalení v letošním roce zrychlí a zvýšené tempo si zachová i v roce 2018.[2] Po zpomalení tempa růstu v USA v prvním čtvrtletí se očekává ve zbytku roku 2017 jeho zrychlení díky pozitivnímu sentimentu i vývoji na trhu práce. Spojené království zaznamenává zpomalení. Slabý kurz libry sice přispívá k růstu vývozu, na druhou stranu vyšší inflace snižuje disponibilní důchod domácností a spolu s nejistotou ohledně budoucích obchodních vztahů s EU působí negativně na růst ekonomiky. Stabilní tempa růstu Číny a Indie a oživení ekonomik vyvážejících komodity přispějí k rychlejšímu růstu rozvíjejících se ekonomik jako celku. Spolu s vyšší dynamikou eurozóny to povede ke zrychlení růstu globální ekonomiky asi o 0,5 procentního bodu oproti minulému roku (Graf II.1.1). Upevnění globálního růstu signalizují také předstihové ukazatele (globální kompozitní PMI v červnu zaznamenal solidní hodnotu 53,7) a zrychlení tempa světového obchodu, který – měřeno objemem globálního dovozu – vzrostl na začátku roku mezičtvrtletně o 1,8 %.

Ekonomika eurozóny roste již čtvrtým rokem v řadě díky zvyšující se domácí poptávce. Na začátku letošního roku dosáhl růst jejího HDP 1,9 % v meziročním vyjádření, přičemž všechny složky domácí

1 Zahraniční reálný a cenový vývoj je pro účely prognózy aproximován efektivními ukazateli eurozóny (viz také Glosář pojmů). V nich mají významní obchodní partneři ČR (zejména Německo a Slovensko) větší váhu (50 %, resp. 14 %) oproti skutečné velikosti jejich ekonomik v rámci eurozóny (váhy použité při výpočtu odpovídají podílu jednotlivých zemí eurozóny na celkovém vývozu ČR do eurozóny). Výhledy HDP, PPI a CPI pro jednotlivé země eurozóny přitom vycházejí z červencového průzkumu analytiků v rámci Consensus Forecasts (CF). Na jeho základě je konstruován i výhled výnosů vládních dluhopisů, kurzu USD/EUR a NEER. Scénáře pro budoucí vývoj sazeb 3M EURIBOR, 3M USD LIBOR a cenu ropy Brent jsou odvozeny z cen tržních kontraktů k 10. červenci 2017. Výhled je v grafech označen šedou plochou. Tato konvence je používána v celé této Zprávě.

2 Podrobnější, měsíčně aktualizovaný popis očekávaného vývoje v zahraničí přináší publikace Globální ekonomický výhled.

poptávky přispěly k růstu kladně, zatímco příspěvek čistého vývozu byl záporný (Graf II.1.2). V mezičtvrtletním vyjádření ekonomika zrychlila svoji dynamiku na 0,6 %, tedy na nejvyšší hodnotu v posledních více než dvou letech.

Na základě měsíčních ukazatelů lze v eurozóně očekávat solidní tempo růstu také ve druhém čtvrtletí letošního roku. Průmyslová produkce v květnu vzrostla meziročně o 4 %, přičemž nejvyšší dynamiku zaznamenala výroba kapitálových statků a spotřebního zboží dlouhodobé povahy. PMI ve zpracovatelském průmyslu, který se pohybuje na šestiletých maximech, naznačuje pokračující silný růst produkce i v následujících měsících (Graf II.1.3). Na straně poptávky přispěje k růstu spotřeby pozitivní vývoj na trhu práce; nezaměstnanost v květnu setrvala na více než osmiletém minimu (9,3 %). Růst mezd však zůstává nízký a v meziročním vyjádření v prvním čtvrtletí letošního roku dokonce zpomalil na 1,4 %. Po zohlednění inflace tak mzdy reálně poklesly. I přesto zůstává sentiment domácností pozitivní a spolu s dalšími faktory se odráží v solidním růstu maloobchodních tržeb, které se v květnu meziročně zvýšily o 2,6 %.

Růst HDP eurozóny v efektivním vyjádření se bude na celém horizontu prognózy pohybovat kolem 2 % (Graf II.1.4). Nejrychlejší přitom bude ve druhé polovině letošního roku. Eurozóna jako taková poroste o něco slabším tempem vzhledem k vyšší váze pomaleji rostoucích ekonomik. Růst bude podpořen nadále uvolněnými měnovými podmínkami, zlepšující se situací na trhu práce a silnou ekonomickou důvěrou. Také odeznění politické nejistoty po nedávných volbách v některých zemích eurozóny by mělo příznivě působit na investice a sentiment v ekonomice. Na vývoz bude mít pozitivní vliv oživení světové ekonomiky a nadále relativně slabý kurz eura. Rizikem výhledu nicméně zůstává nejistota ohledně směřování obchodní politiky Spojených států a tamních fiskálních stimulů. K dalším nejistotám patří rychlost zpřísňování měnové politiky Fedu a vyjednávání ohledně brexitu.

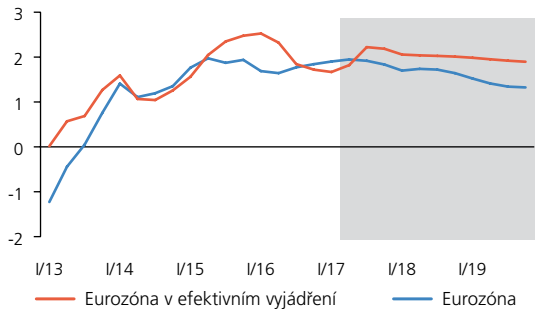
II.1.2 Zahraniční cenový vývoj

Cena ropy Brent na začátku června klesla pod 50 USD/barel, kde dle tržního výhledu setrvá až do poloviny roku 2018 (Graf II.1.5). Na trhu převládá názor, že ani prodloužení dohody o omezení těžby mezi kartelem OPEC a dalšími velkými producenty včetně Ruska až do března 2018 nezajistí rychlý nárůst cen ropy. Účinnost tohoto kroku je totiž snižována silným růstem břidlicové těžby v USA a v poslední době i zotavováním produkce v Libyi a Nigérii. Výhledy cen pro letošní i příští rok se snižují a spekulativní fondy masivně omezují své čisté dlouhé pozice u termínovaných kontraktů. Na trhu tak panuje negativní sentiment a faktorům, které by měly cenu ropy podporovat, je přikládána nižší váha. Jedná se např. o další oslabení amerického dolaru, silný růst globální poptávky ve druhém čtvrtletí, slábnoucí růst počtu aktivních vrtných souprav v USA nebo tamní pokles zásob ropy. EIA očekává růst cen ropy až ve druhé polovině roku 2018 (z 50 na 55 USD/barel), kdy by mělo dojít k většímu čerpání globálních zásob.

Graf II.1.4

VÝHLED RŮSTU HDP EUROZÓNY

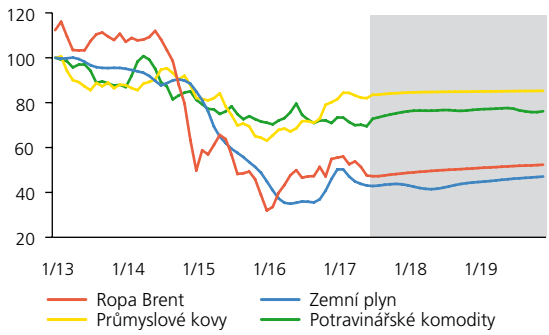
Růst ekonomické aktivity v efektivní eurozóně v průběhu letošního roku zrychlí nad 2 %, poté se k nim postupně vrátí
(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



Graf II.1.5

CENY ROPY A OSTATNÍCH KOMODIT

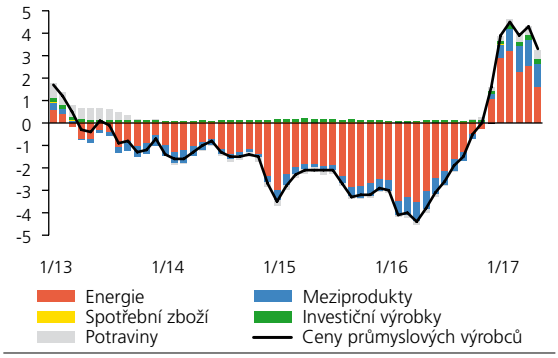
Viditelný růst se očekává pouze u cen potravinářských komodit ve druhé polovině letošního roku
(ropa v USD/barel, ostatní komodity index [leden 2013 = 100], zemní plyn [ruský na hranicích s Německem], pramen: Bloomberg, MMF, výpočet ČNB)



Graf II.1.6

CENY PRŮMYSLOVÝCH VÝROBCŮ V EUROZÓNĚ

Růst cen průmyslových výrobců v květnu zvolnil zejména vlivem nižšího příspěvku cen energií
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, pramen: Eurostat, výpočet ČNB)

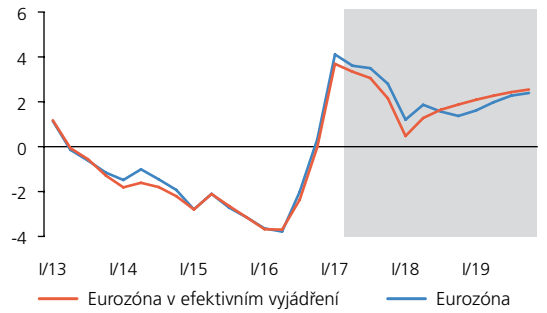


Poznámka: Potraviny včetně nápojů a tabáku; spotřební zboží bez potravin.

Graf II.1.7

PPI V EUROZÓNĚ

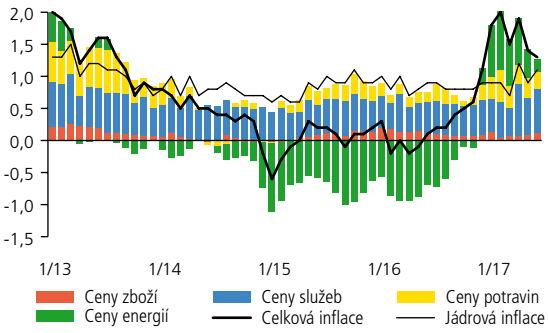
Silný růst cen průmyslových výrobců z počátku letošního roku bude až do začátku příštího roku postupně zpomalovat, následně se vrátí mírně nad 2 %
(meziročně v %, sezonně očištěno)



Graf II.1.8

INFLACE V EUROZÓNĚ

Inflace poklesla zejména vlivem výrazně nižšího příspěvku cen energií
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech,
pramen: Eurostat, výpočet ČNB)

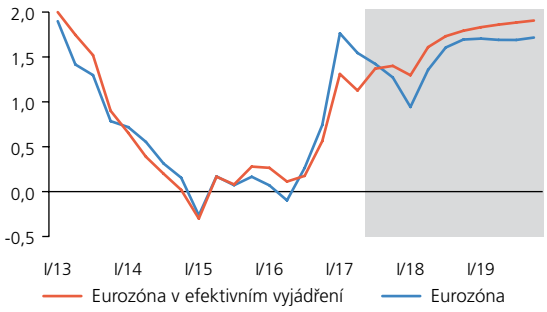


Poznámka: Jádrová inflace je vypočtena na základě HICP indexu bez cen energií, potravin, alkoholu a tabáku.

Graf II.1.9

VÝHLED SPOTŘEBITELSKÉ INFLACE V EUROZÓNĚ

Inflace se v příštím roce bude zdola přibližovat ke 2 %, této hranice však do konce roku 2019 nedosáhne
(měřeno HICP, meziročně v %, sezonně očištěno)



Index cen neenergetických komodit ve druhém čtvrtletí mírně klesl, v červenci však vzrostly ceny potravinářských komodit. Pokles během druhého čtvrtletí přitom vykázaly obě složky uvedeného indexu. Ceny většiny potravinářských komodit byly nadále pod tlakem vysokých globálních zásob, a pohybovaly se tak poblíž mnohaletých minim. Z důvodu nepříznivých klimatických podmínek v některých pěstebních oblastech se však v červenci ceny zrnin vrátily k růstu, který by měl pokračovat až do konce letošního roku (Graf II.1.5). K mírnému růstu se ve druhé polovině června obrátily i ceny většiny základních kovů v důsledku zlepšující se kondice čínského zpracovatelského průmyslu. Na výhledu však tyto ceny stagnují.

Tempo růstu cen průmyslových výrobců v květnu zvolnilo zejména vlivem nižšího příspěvku cen energií. Ty byly přitom hlavním tahounem meziročního růstu cen od konce minulého roku. Růst cen po očištění o energie zůstal v květnu stabilní. Ceny energií nicméně nadále nejvíce přispívají k celkovému růstu průmyslových cen, který v květnu dosáhl 3,3 % (Graf II.1.6). Výrobní ceny rostly nejrychleji v Belgii, Nizozemsku a Španělsku. U nejvýznamnějších obchodních partnerů České republiky – Německa a Slovenska – zpomalil meziroční růst cen pod 3%.

V nejbližších čtvrtletích bude dynamika cen průmyslových výrobců v eurozóně dále zpomalovat (Graf II.1.7). Předpokládá se postupné odeznívání výrazného meziročního růstu cen ropy, přičemž tento efekt je umocněn silnějším kurzem eura vůči dolaru. V letošním roce tak vzroste efektivní ukazatel cen průmyslových výrobců v eurozóně průměrně o 3,1 %, v roce 2018 se však očekává jeho průměrné meziroční tempo růstu pouze 1,3 %. V následujícím roce by se pak mělo o jeden procentní bod zvýšit.[3]

Také spotřebitelská inflace v eurozóně zpomaluje vlivem klesajícího příspěvku cen energií. Meziroční inflace dosáhla v červnu pouze 1,3 % (Graf II.1.8), a nacházela se tak znatelně pod definicí cenové stability ECB. Jádrová inflace však mírně vzrostla na 1,1 %.

Efektivní ukazatel inflace spotřebitelských cen v eurozóně se udrží pod hranicí 1,5 % do začátku roku 2018, poté se zvýší. Nicméně ani na konci horizontu prognózy se neočekává dosažení hodnoty 2 % (Graf II.1.9). Od konce letošního roku bude inflace u našich nejvýznamnějších obchodních partnerů vyšší ve srovnání se zbytkem eurozóny, a proto se bude i ukazatel inflace v efektivním vyjádření pohybovat nad standardním ukazatelem pro eurozónu jako takovou.

3 Předpokládaný vývoj indexu cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně je na celém horizontu prognózy oproti výhledu dle CF a EIU expertně snížen v průměru o 0,3 procentního bodu ročně. Důvodem je prozatím nedostatečné zohlednění pozorovaného pomalejšího růstu výrobních cen a nedávného poklesu cen ropy ze strany analytiků přispívajících do CF.

II.1.3 Zahraniční finanční vývoj

Úroková sazba 3M EURIBOR by dle tržního výhledu měla kladných hodnot dosáhnout až v roce 2019 (Graf II.1.10). Pozvolný nárůst očekávají také analytici v rámci šetření červencového CF, kteří v horizontu jednoho roku předpokládají tuto sazbu na úrovni -0,2 %. Výnos německých vládních dluhopisů s desetiletou splatností na začátku července vzrostl v reakci na komunikaci ECB na nejvyšší hodnotu od ledna 2016. Podle červencového CF by výnosy desetiletých německých dluhopisů měly dále růst až na téměř 2 % v závěru roku 2019 (Graf II.1.11). Měnové podmínky v eurozóně by měly zůstat velmi uvolněné minimálně do konce roku 2017, jelikož na červencovém zasedání ECB zopakovala svůj závazek pokračovat v nákupech aktiv v měsíčním čistém objemu 60 mld. EUR.[4] Další pokračování programu nákupu aktiv a jeho parametry včetně trvání a objemu nákupů budou záviset na vývoji a výhledu inflace, které ECB nadále považuje za utlumené. Klíčové sazby setrvají dle prohlášení ECB na stávající úrovni alespoň po dobu trvání programu.

Tržní výhled sazby 3M USD LIBOR je nadále rostoucí vlivem pokračujícího návratu měnové politiky Fedu k normálu (Graf II.1.10). Na červnovém zasedání zvýšila americká centrální banka cílové pásmo pro hlavní sazbu Fed Funds o 0,25 procentního bodu na 1,00–1,25 %. Fed rovněž zveřejnil plán snižovat objem nakoupených cenných papírů formou postupného omezování reinvestic příjmů ze splacených dluhopisů. Objem dluhopisů, které nebudou reinvestovány, bude postupně sílit z 10 na 50 mld. USD měsíčně (30 mld. pro vládní dluhopisy a 20 mld. pro ostatní cenné papíry). Předsedkyně Fedu Yellenová naznačila, že k zahájení snižování bilance dojde ještě letos, zároveň zopakovala záměr zvýšit cílové pásmo pro hlavní sazbu ještě jednou do konce roku. To se odrazilo v očekáváních analytiků v rámci šetření červencového CF. Výnos desetiletého amerického vládního dluhopisu by měl v horizontu jednoho roku vzrůst na 3 % (Graf II.1.11). Výnosový diferenciál vůči německým vládním dluhopisům se stejnou splatností by se tak měl udržet poblíž 2 procentních bodů.

Výhled CF předpokládá setrvání kurzu eura vůči americkému dolaru v blízkosti aktuálních hodnot (Graf II.1.12). K oslabení dolaru nad 1,1 USD/EUR ve druhém čtvrtletí letošního roku přispěla rostoucí nedůvěra finančních trhů v růstové vyhlídky americké ekonomiky, zejména v souvislosti s ochladnutím důvěry v plán vyšších infrastrukturních investic. Také růst HDP v USA na počátku roku 2017 nenaplnil očekávání, zatímco výkon eurozóny se podstatně zlepšil. Přibližně stabilní je i výhled nominálního efektivního kurzu eura vůči měnám hlavních obchodních partnerů podle předpovědi CF.

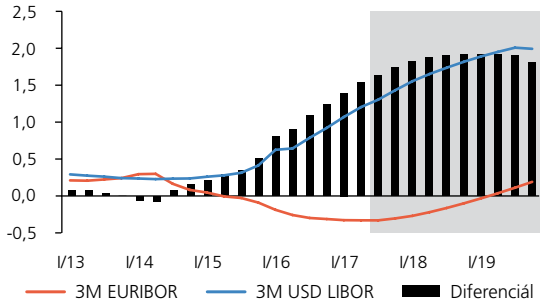
4 Stejně jako v minulých prognózách i tato predikce expertně zohledňuje program nákupu aktiv ze strany ECB prostřednictvím stínových úrokových sazeb. Ty jsou aktuálně přibližně o 1 procentní bod níže oproti tržním sazbám. Rozdíl se však v čase postupně snižuje až téměř na nulu na konci roku 2018.

Graf II.1.10

3M EURIBOR A 3M USD LIBOR

Méně uvolněnou měnovou politiku v eurozóně lze dle tržních výhledů očekávat od roku 2018, v USA se předpokládá další nárůst úrokových sazeb

(v %, rozdíly v procentních bodech)

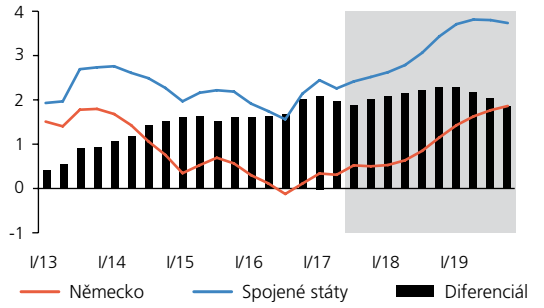


Graf II.1.11

VÝNOSY DESETILETÝCH VLÁDNÍCH DLUHOPISŮ

Výnosový diferenciál by se měl pohybovat okolo 2 procentních bodů při nárůstu dlouhodobých výnosů v Německu i USA

(v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)

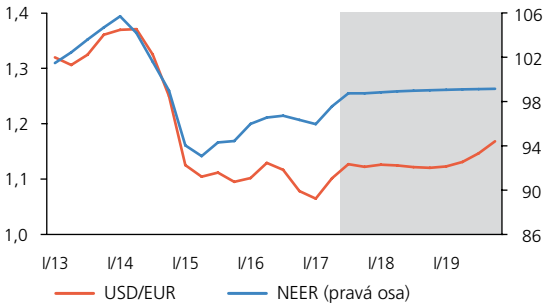


Graf II.1.12

KURZ EURA

Výhled kurzu eura vůči americkému dolaru se do poloviny roku 2019 pohybuje poblíž aktuálních hodnot, tedy mírně nad 1,1 USD/EUR

(USD/EUR, NEER eura vůči měnám 18 hlavních partnerů zemí eurozóny, 1Q 2012 = 100, pravá osa)



II.2 PROGNÓZA

Aktuálně výrazné celkové inflační tlaky, plynoucí ze zrychlujícího růstu domácí ekonomiky a mezd, se budou postupně zmírňovat v návaznosti na obnovené protiinflační působení dovozních cen. Současně odezní jednorázové vlivy zvyšující inflaci na začátku letošního roku. Ta se tak počátkem příštího roku sníží k 2% inflačnímu cíli ČNB a na horizontu měnové politiky se bude nacházet lehce pod ním. Ekonomiku budou podporovat pokračující zvyšování zahraniční poptávky, obnovení růstu investic a silná spotřeba domácností. Stabilně rostoucí poptávka po práci se při stále zřetelnějším nedostatku volné pracovní síly projeví dynamickým růstem mezd. Kurz koruny dle prognózy dále posílí vlivem dlouhodobé reálné konvergence, kladného úrokového diferenciálu vůči euru a kvantitativního uvolňování ECB. Kurz tak bude významně přispívat k návratu měnových podmínek k neutrálnímu působení. S prognózou je konzistentní nárůst domácích tržních úrokových sazeb ve třetím čtvrtletí 2017 a poté i v průběhu dalších dvou let.

II.2.1 Inflace a měnová politika

Inflace letos setrvá v horní polovině tolerančního pásma, na horizontu měnové politiky se bude nacházet lehce pod 2% cílem (Graf II.2.1). Ke zvýšené inflaci v letošním roce přispívají především jádrová inflace a ceny potravin (Graf II.2.2). Na začátku příštího roku se celková inflace shora vrátí k 2% cíli při zmírnění aktuálně kulminujících nákladových tlaků z trhu práce a zesílení protiinflačního vlivu dovozních cen. Ten bude odrážet utlumenou dynamiku zahraničních cen a posílení kurzu koruny. Ke snížení inflace přispěje také odeznění jednorázových faktorů z přelomu loňského a letošního roku. Na horizontu měnové politiky, tedy ve druhé polovině roku 2018, se inflace bude pohybovat lehce pod 2% cílem, ke kterému se opět vrátí během roku 2019. Měnověpolitická inflace, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, se bude nacházet v těsné blízkosti celkové inflace.[5]

Jádrová inflace krátkodobě zrychlí v důsledku aktuálně silných nákladových tlaků, poté zvolní vlivem poklesu dovozních cen. Zrychlení růstu cen bude patrné zejména u neobchodovatelných statků, které od konce minulého roku zvyšují svoji dynamiku v návaznosti na inflační tlaky z domácí ekonomiky v podmínkách pokračujícího mzdového růstu. Částečně to bylo dáno také vlivem cenových dopadů zavedení elektronické evidence tržeb (EET) a nadále zrychlujícím růstem imputovaného nájemného ve vazbě na rychle se zvyšující ceny nových nemovitostí. Naproti tomu růst cen obchodovatelných položek jádrové inflace bude tlumen posilováním měnového kurzu a dočasným

5 Dopad změn nepřímých daní do celkové inflace bude zanedbatelný, přičemž zvýšení spotřební daně na tabákové výrobky (v letech 2017 i 2018) se zhruba vykompenzuje se snížením sazby DPH pro restaurace a jiná stravovací zařízení z 21 % na 15 % (s platností od 1. prosince 2016) spolu se snížením sazby DPH pro noviny a časopisy z 15 % na 10 % (od 1. března 2017). Pro rok 2019 prognóza nepředpokládá změny nepřímých daní.

Tab. II.2.1

PROGNÓZA VYBRANÝCH VELIČIN

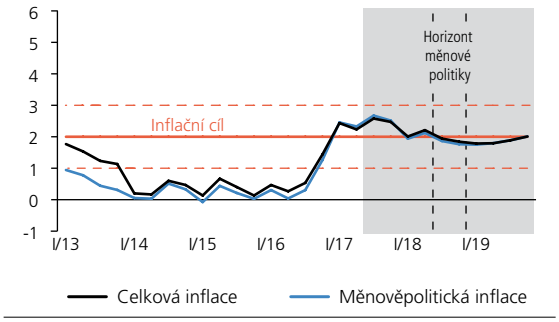
Celkový výhled ekonomiky je pozitivní
(meziroční změny v %, pokud není uvedeno jinak)

	2016 skut.	2017 progn.	2018 progn.	2019 progn.
Celková inflace	0,7	2,4	2,0	1,9
HDP	2,5	3,6	3,2	3,1
Průměrná nominální mzda	3,7	6,1	6,2	4,6
Úroková sazba 3M PRIBOR (v %)	0,3	0,5	0,7	2,0

Graf II.2.1

CELKOVÁ A MĚNOVĚPOLITICKÁ INFLACE

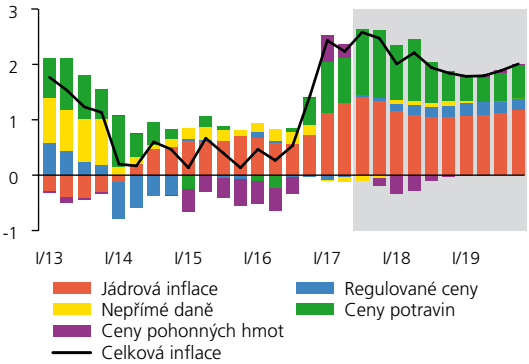
Inflace se začátkem příštího roku sníží k 2% cíli a na horizontu měnové politiky se bude pohybovat lehce pod ním
(meziroční změny v %)



Graf II.2.2

STRUKTURA INFLACE A JEJÍ PROGNÓZA

K inflaci budou nadále nejvíce přispívat jádrová inflace a ceny potravin
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Poznámka: Ceny potraviny zahrnují také ceny alkoholických nápojů a tabáku. Příspěvek nepřímých daní se týká neregulovaných cen.

zvolněním růstu cen zahraničních výrobců. V první polovině roku 2018 dojde ke zvolnění meziroční jádrové inflace přibližně na 2% úroveň (Graf II.2.3), k čemuž přispěje obnovené protiinflační působení dovozních cen a odeznění výše zmíněného jednorázového vlivu EET. Zhruba na této úrovni se bude jádrová inflace pohybovat i v roce 2019.

Dynamika cen potravin dočasně dále zrychlí v návaznosti na zvýšení cen zemědělských komodit. Ty následují pozorovaný růst cen klíčových agrárních komodit na světových trzích. Meziroční růst cen potravin tak ve druhé polovině letošního roku přesáhne úroveň 4 %. Od začátku roku 2018 pak prognóza očekává postupné zvolňování jejich dynamiky (Graf II.2.3). Vedle zvýšené srovnávací základny bude přitom působit i posílení měnového kurzu a pouze pozvolný další růst cen zemědělských výrobců dle tržních výhledů. V roce 2019 se dynamika cen potravin stabilizuje okolo 2 %.

Setrvání ceny ropy na aktuálně snížené úrovni povede k meziročnímu poklesu cen pohonných hmot v příštím roce (Graf II.2.3). Dle dostupných indikátorů[6] jsou ceny pohonných hmot v červenci nižší ve srovnání s předchozími měsíci a snižování jejich meziroční dynamiky tak dále pokračuje, což odráží předchozí pokles světových cen ropy. Do konce letošního roku začnou ceny pohonných hmot meziročně klesat a tento vývoj bude pokračovat i po většinu příštího roku. Přispěje k němu přitom i meziroční posílení kurzu koruny k dolaru. V roce 2019 pak porostou ceny pohonných hmot jen zanedbatelně, což bude dáno slabým růstem dolarových cen ropy při posilujícím kurzu CZK/USD.

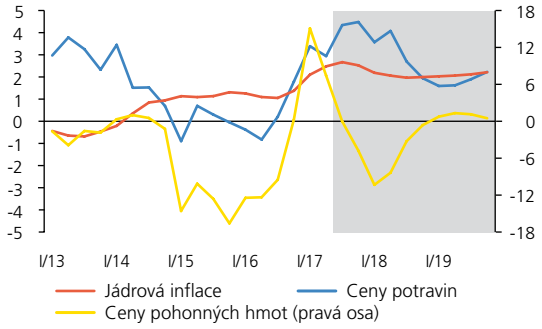
K růstu regulovaných cen dojde až v roce 2018 po odeznění poklesu cen zemního plynu a tepla. Záporný příspěvek cen plynu pro domácnosti do regulovaných cen bude v letošním roce slábnout a plně odezní ve druhém čtvrtletí 2018. Ceny tepla budou v letošním roce rovněž nadále klesat. To bude kompenzováno růstem cen ostatních položek, a v souhrnu se tak v letošním roce regulované ceny nezmění. Obnovená kladná dynamika cen tepla i plynu a pokračující růst ostatních cen přispějí ke zvýšení regulovaných cen v příštím roce v průměru o 1 % (Tab. II.2.2). V roce 2019 regulované ceny pouze mírně zrychlí na 1,3 %. Jejich rychlejšímu růstu budou bránit téměř stabilní ceny energetických surovin při lehce posilujícím kurzu CZK/USD.

Kurz koruny vůči euru dle prognózy dále posílí. Prognóza kurzu pro třetí čtvrtletí 2017 zohledňuje dosud pozorovaný vývoj na devizovém trhu. I v dalších čtvrtletích bude kurz zpevňovat. Jedním z faktorů posilování bude pokračující reálná konvergence české ekonomiky k zemím eurozóny. Rychlost dlouhodobého rovnovážného reálného posilování koruny je přitom předpokládána na úrovni 1,5 % ročně. Ve směru posílení kurzu bude působit i kladný úrokový diferenciál vůči eurozóně a pokračující nákupy aktiv ze strany ECB. Prognóza kurzu ovšem nebere (s výjimkou predikce pro letošní třetí čtvrtletí) do úvahy,

Graf II.2.3

SLOŽKY INFLACE

Ceny pohonných hmot budou dočasně klesat v souvislosti s vývojem světových cen ropy, zvolní i růst cen potravin a jádrová inflace mimo jiné vlivem posílení kurzu koruny
(meziroční změny v %)



Tab. II.2.2

PROGNÓZA ADMINISTRATIVNÍCH VLIVŮ

V letošním roce se regulované ceny nezmění, mírně porostou až v příštích letech s přispěním všech složek
(průměrné meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech do celkové inflace)

	2016		2017		2018		2019	
	skut.		progn.		progn.		progn.	
Regulované ceny [a)]	0,2	0,03	0,0	0,00	1,0	0,17	1,3	0,22
z toho (hlavní změny):								
ceny elektřiny	1,2	0,06	0,4	0,02	0,5	0,03	0,8	0,04
ceny zemního plynu	-4,7	-0,13	-2,7	-0,07	0,1	0,00	0,8	0,02
ceny tepla	1,0	0,02	-1,7	-0,03	0,2	0,00	1,1	0,02
vodné a stočné	1,4	0,01	1,4	0,01	2,0	0,02	1,9	0,02
regulované ceny ve zdravotnictví	3,6	0,04	4,4	0,05	3,5	0,04	2,4	0,03

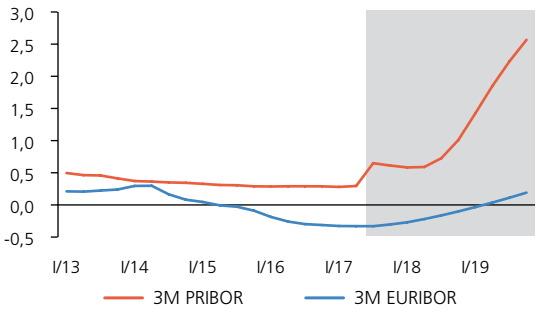
a) včetně dopadu změn nepřímých daní

6 Jedná se o data z portálu platebních karet CCS a týdenní šetření cen pohonných hmot ČSÚ.

Graf II.2.4

PROGNÓZA ÚROKOVÝCH SAZEB

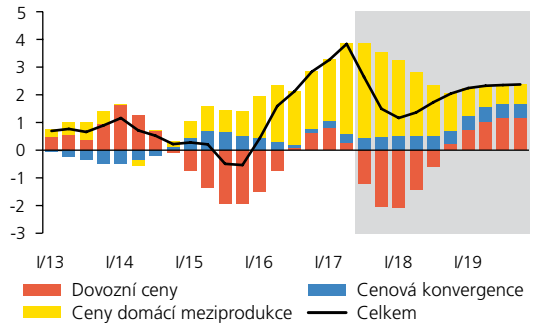
S prognózou je konzistentní nárůst domácích tržních úrokových sazeb ve třetím čtvrtletí 2017 a poté i v průběhu dalších dvou let
(v %)



Graf II.2.5

NÁKLADY SPOTŘEBITELSKÉHO SEKTORU

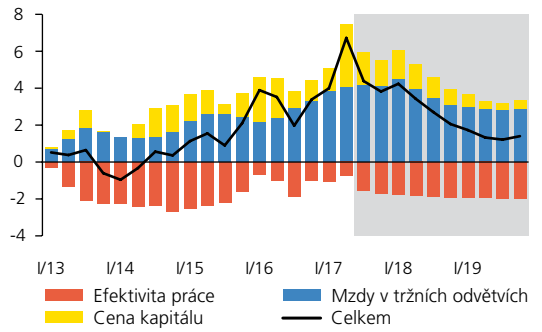
Aktuálně výrazné inflační tlaky letos znatelně zpomalí, což bude odrážet zejména protiinflačně působící dovozní ceny
(nominální meziČtvrtletní změny v %, příspěvky v procentních bodech, anualizováno)



Graf II.2.6

NÁKLADY SEKTORU MEZIPRODUKCE

Domácí náklady nadále porostou, i když mírnějším tempem než v současnosti, a to vlivem zvyšování mezd i ceny kapitálu při současném urychlení růstu efektivity práce
(nominální meziČtvrtletní změny v %, příspěvky v procentních bodech, anualizováno)



že jeho posilování může být nadále výrazně tlumeno tzv. překoupeností trhu. Ta je dána zajištěním kurzového rizika ze strany vývozců provedeným před opuštěním kurzového závazku ČNB a velkým objemem korunových pozic finančních investorů.

S prognózou je konzistentní nárůst domácích tržních úrokových sazeb ve třetím čtvrtletí 2017 a poté i v průběhu dalších dvou let (Graf II.2.4). Návrat úrokových sazeb k dlouhodobě neutrální úrovni přitom bude zhruba do poloviny příštího roku výrazně brzděn pokračujícím kvantitativním uvolňováním ECB vytvářejícím tlak na posilování kurzu koruny. V roce 2019 je tento návrat naopak urychlován mimo jiné i implicitním předpokladem, že úrokové sazby ECB se budou v uvedeném roce vracet ke své rovnováze rychleji, než naznačuje aktuální tržní výhled.

II.2.2 Náklady a trh práce

Celkové inflační tlaky v současnosti kulminují, následně se zmírní v důsledku obnoveného protiinflačního působení dovozních cen. Růst celkových nominálních mezních nákladů v sektoru spotřebních statků v první polovině letošního roku dále zrychloval (Graf II.2.5). K tomu přispěly zejména výrazné tlaky z domácí ekonomiky. Naopak dynamika dovozních cen byla utlumená, a to v důsledku zvolnění růstu cen zahraničních výrobců v kombinaci s posilováním kurzu ve druhém čtvrtletí. V nejbližším období přejde působení dovozních cen zpět do záporných příspěvků vlivem utlumené dynamiky zahraničních cen a dalšího očekávaného posílení kurzu. Nákladové tlaky z domácí ekonomiky se na prognóze sníží jen pozvolna, a budou tak převažovat nad protiinflačním působením dovozních cen. Příspěvek cenové konvergence k růstu nákladů bude dlouhodobě kladný. V průběhu příštího roku pokles dovozních cen odezní a poté budou působit na růst nákladů v návaznosti na vyšší dynamiku výrobních cen v eurozóně a výrazné zmírnění tempa posilování kurzu koruny. Růst celkových nominálních mezních nákladů tak opět zrychlí a následně se stabilizuje lehce nad 2 %.

Domácí nákladové tlaky aktuálně také vrcholí, následně zvolní v návaznosti na vývoj efektivity práce a ekonomického cyklu. Dynamika domácích nominálních mezních nákladů v sektoru meziprodukce odráží především rychlý růst mezd v tržních odvětvích a částečně také zvyšující se cenu kapitálu, která zohledňuje rostoucí fázi cyklu. Přes další zrychlení ekonomické aktivity a mzdové dynamiky ale růst domácích nákladů ve zbytku letošního roku zvolní (Graf II.2.6), a to zejména s přispěním vyšší dynamiky efektivity práce. V letech 2018 a 2019 se pak tempo růstu domácích nákladů dále sníží mírně pod 2 % vlivem slabší dynamiky mezd i ceny kapitálu.

Doposud silný růst zaměstnanosti zpomalí v souvislosti se zvyšujícím se nedostatkem volné pracovní síly. Od poloviny letošního roku se bude meziroční dynamika zaměstnanosti postupně snižovat, což bude nejvíce patrné na přelomu let 2017 a 2018 (Graf II.2.7).

Rostoucí napětí na trhu práce související s již velmi nízkou mírou nezaměstnanosti bude jen částečně tlumeno růstem pracovní síly, ve kterém se bude nadále projevovat postupné zvyšování statutárního důchodového věku. Růst ekonomické aktivity se tak ve zvyšování zaměstnanosti projeví již pouze v omezené míře. Nárůst počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky bude výrazný po celý letošní rok. To bude výsledkem postupně zvolňujícího růstu počtu zaměstnanců doprovázeného mírným nárůstem průměrného úvazku. Rostoucí průměrný úvazek odráží cyklický tlak na prodlužování úvazků vlivem nedostatku volné pracovní síly. Jeho růst však bude tlumen trendovým zvyšováním podílu zaměstnání na kratší pracovní dobu na celkové zaměstnanosti. I v následujících dvou letech se bude přepočtený počet zaměstnanců znatelně zvyšovat, ve srovnání s letošním rokem však bude jeho dynamika zhruba poloviční.

Aktuálně již velmi nízká úroveň míry nezaměstnanosti brání jejímu dalšímu výraznému snižování. V průběhu letošního roku i příštích dvou let se tak obecná míra nezaměstnanosti bude snižovat již jen zvolna a v roce 2019 dosáhne 2,7 % (Graf II.2.7). Pokles prognóza očekává i u podílu nezaměstnaných osob. Ten bude odrážet pokračující snižování počtu registrovaných uchazečů o zaměstnání na Úřadu práce při pozvolném poklesu populace ve věku 15–64 let.

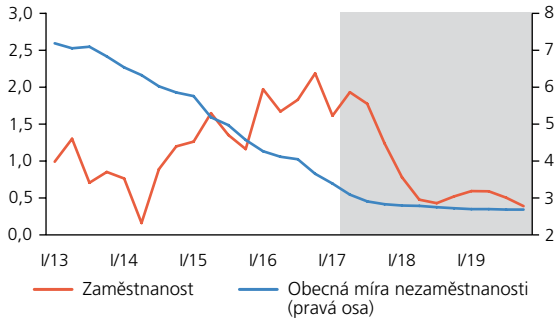
Rostoucí napětí na trhu práce bude tlačit na zvýšenou mzdovou dynamiku v tržních odvětvích. V první polovině letošního roku přispěl ke zrychlení růstu mezd v tržních odvětvích[7] souběh několika faktorů. Šlo o robustní růst ekonomické aktivity doprovázený sílícím nedostatkem volné pracovní síly, výrazné zvýšení inflace oproti předchozím letům a také další zvýšení minimální mzdy počátkem roku. Na přelomu let 2017 a 2018 se růst mezd v tržních odvětvích bude pohybovat lehce pod 7% úrovní (Graf II.2.8). Počátkem příštího roku k tomu přispěje i avizované další navýšení minimální mzdy.[8] Následně mzdový růst v tržních odvětvích zvolní do blízkosti předpokládané dlouhodobé rovnovážné úrovně, mimo jiné i s přispěním postupného zpřísňování měnových podmínek. Podle předpokladu prognózy bude zároveň pokračovat silný mzdový růst v netržních odvětvích. To odráží zvýšení mezd zdravotních sester a příslušníků bezpečnostních sborů od července 2017. Na počátku roku 2018 prognóza očekává výrazné zvyšování mezd státních zaměstnanců. Ve druhé polovině roku však růst mezd v netržních odvětvích znatelně zpomalí, částečně vlivem volebního cyklu, a bude zaostávat za mzdovou dynamikou v tržních odvětvích.

Graf II.2.7

PROGNÓZA TRHU PRÁCE

Celková zaměstnanost se bude dále zvyšovat, ale významně pomalejším tempem než doposud; pokles míry nezaměstnanosti se spolu s tím zmírní

(zaměstnanost – meziroční změny v %, obecná míra nezaměstnanosti v %, sezonně očištěno)

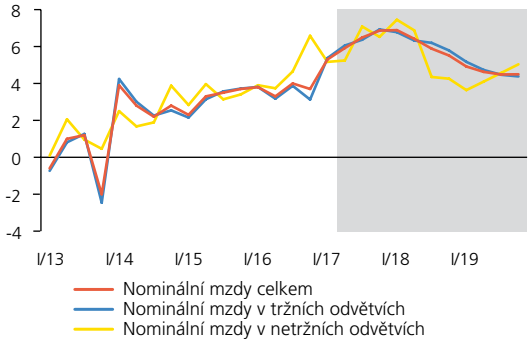


Graf II.2.8

PRŮMĚRNÉ NOMINÁLNÍ MZDY

Růst mezd v tržních i netržních odvětvích dále zrychlí, jeho tempo bude kulminovat na přelomu let 2017 a 2018

(meziroční změny v %, mzdy celkem – pramen: ČSÚ, mzdy v tržních a netržních odvětvích – pramen: výpočet ČNB)



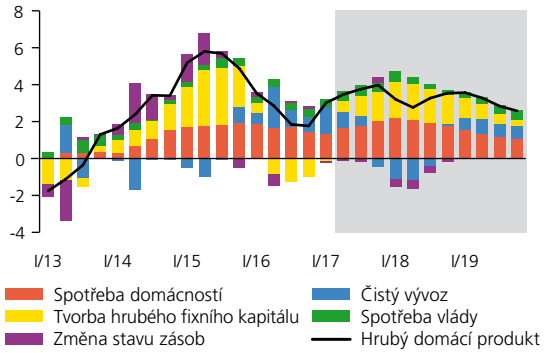
7 ČSÚ zveřejněním údajů za čtvrté čtvrtletí 2016 ukončil publikování mezd v členění na podnikatelskou a nepodnikatelskou sféru. Prognóza mezd v podnikatelské sféře je přitom klíčovou veličinou pro identifikaci domácích inflačních tlaků modelem g3. ČNB proto začala propočítávat průměrnou mzdu v tržních odvětvích, která zhruba odpovídá původní časové řadě průměrné mzdy v podnikatelské sféře. V meziroční dynamice se rozdíly mezi oběma řadami na minulosti pohybují do 0,3 procentního bodu.

8 Od ledna 2018 je avizováno zvýšení minimální mzdy z 11 000 Kč na 12 200 Kč. To přispěje ke zrychlení růstu průměrné mzdy v tržních odvětvích zhruba v rozsahu 0,4 procentního bodu.

Graf II.2.9

STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

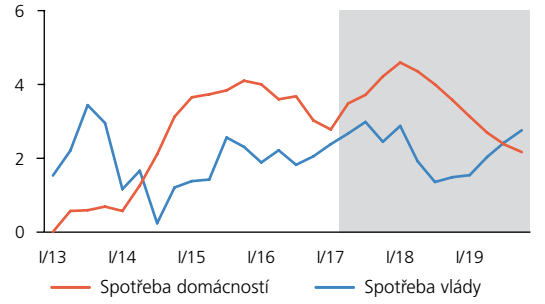
K růstu HDP bude nadále stabilně přispívat spotřeba domácností, zároveň se obnoví kladný příspěvek investic
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno)



Graf II.2.10

REÁLNÁ SPOTŘEBA DOMÁCNOSTÍ A VLÁDY

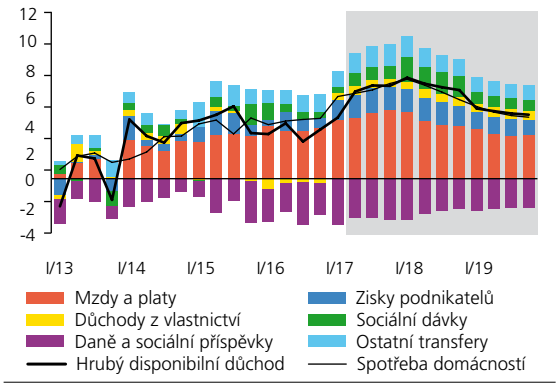
Tempo růstu spotřeby domácností bude nejsilnější na přelomu let 2017 a 2018, pozvolněji se bude zvyšovat reálná vládní spotřeba
(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



Graf II.2.11

NOMINÁLNÍ DISPONIBILNÍ DŮCHOD

Vysoká dynamika disponibilního důchodu bude výsledkem výrazného růstu objemu mezd a platů i ostatních příjmů
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Poznámka: Zisky podnikatelů představují hrubý provozní přebytek a smíšený důchod.

II.2.3 Ekonomická aktivita

Růst HDP v letošním roce zrychlí na 3,6 %, v následujících letech se bude pohybovat poblíž 3% úrovně. Růst domácí ekonomické aktivity bude tažen především robustním vývojem spotřeby domácností, která odráží optimismus spotřebitelů v prostředí pokračujícího růstu zaměstnanosti, zrychlující mzdové dynamiky a nízkých úrokových sazeb. Do obnoveného růstu tvorby hrubého kapitálu se promítne zvýšené čerpání evropských fondů a zrychlený růst soukromých investic. Na druhou stranu posílení kurzu bude mít – spolu se zrychlením růstu domácí poptávky – vliv na snížení příspěvku čistého vývozu, který se v roce 2018 posune do záporných hodnot (Graf II.2.9).

Silný růst spotřeby domácností bude odrážet další zvýšení dynamiky objemu mezd a platů i dalších příjmů. Meziroční dynamika spotřeby domácností bude v průběhu letošního roku postupně zrychlovat až přes 4 % na přelomu letošního a příštího roku (Graf II.2.10). To bude taženo svižným růstem disponibilního důchodu v návaznosti na zvyšující se dynamiku objemu mezd a platů a rostoucí příjmy podnikatelů (Graf II.2.11). V roce 2018 bude k růstu spotřeby domácností více přispívat i vládou navrhované navýšení sociálních dávek. V roce 2019 pak růst spotřeby postupně zvolní v prostředí zpomalujícího růstu mzdových příjmů a zvyšujících se úrokových sazeb.

Zvyšování spotřeby vlády bude taženo zejména výrazným růstem platů ve vládním sektoru a obnoveným růstem mezispotřeby. Prognóza očekává dílčí zrychlování meziročního růstu reálné spotřeby vlády v průběhu letošního roku (Graf II.2.10); za celý rok 2017 se spotřeba vlády zvýší o necelá 3 % především v důsledku očekávaného zřetelného růstu náhrad zaměstnancům ve vládním sektoru. Mírně nižší celoroční růst pak vládní spotřeba vykáže i v letech 2018 a 2019.

Růst tvorby hrubého kapitálu oživí vlivem obnovujícího se čerpání fondů EU i zrychlení soukromých investic. V letošním prvním čtvrtletí sice investice ještě klesaly v důsledku pomalého náběhu čerpání evropských fondů v současném programovém období, prognóza však očekává meziroční růst investic vlády již od druhého čtvrtletí (Graf II.2.12). Jeho tempo pak koncem letošního a začátkem příštího roku dále zrychlí. Zároveň zvýší svou dynamiku i soukromé investice v důsledku pokračujícího růstu zahraniční poptávky v podmínkách nadále nízkých domácích reálných úrokových sazeb. To vyústí do narůstajícího příspěvku tvorby hrubého fixního kapitálu k růstu HDP. Mírně v opačném směru bude v letošním i příštím roce působit záporný příspěvek změny stavu zásob. Tvorba hrubého kapitálu tak v souhrnu vzroste o cca 3 % v letošním roce a v roce 2018 o více než 5 %. I v roce 2019 pak budou celkové investice ovlivněny cyklem čerpání evropských fondů. Objem čerpaných prostředků bude obdobný jako v předchozím roce, a meziroční růst investic se tak opět poněkud sníží (efekt zvýšené srovnávací základny).

Dynamika vývozu zboží a služeb se zvýší v návaznosti na vývoj zahraniční poptávky a růst vývozu v automobilovém průmyslu. Po zpomalení ve druhé polovině minulého roku růst vývozu na začátku

letošního roku oživil. Zrychlování jeho tempa bude zřetelné i v následujících čtvrtletích, což vedle solidního výhledu zahraniční poptávky odráží i pozorovaný vývoj počtu registrací nových automobilů v západní Evropě. Na přelomu letošního a příštího roku se projeví brzdící vliv posilujícího kurzu na vývoz, bude ovšem tlumen a oddalován zajištěním části vývozců vůči kurzovému riziku. Vývoz zboží a služeb tak poroste letos i v následujících dvou letech více než 6% tempem (Graf II.2.13).

Se zrychlením vývozu i domácí poptávky oživí také doposud poměrně utlumená dynamika dovozu zboží a služeb. Znatelné oživení růstu dovozu bude taženo urychlením investic a vývozu, které jsou silně dovozně náročné. Navíc se v něm projeví také robustní růst spotřeby domácností. V souhrnu tak dovoz zboží a služeb vzroste v letošním roce zhruba o 7 % a v následujících dvou letech ještě lehce zrychlí (Graf II.2.13).

Čistý vývoz letos přispěje k růstu HDP kladně, v roce 2018 v důsledku oživení investic a posílení koruny naopak záporně. Zpočátku bude příspěvek čistého vývozu dle prognózy nadále znatelně kladný. V závěru letošního roku se pak, při předstihu dynamiky dovozu před vývozem, posune do záporných hodnot. To bude významně ovlivněno sílící investiční aktivitou, a to především v soukromém sektoru, i zrychlující spotřebou domácností. V menší míře se projeví také vliv posílení kurzu, který však bude tlumen zajištěním vývozců proti kurzovému riziku. V souhrnu za celý letošní rok tak příspěvek čistého vývozu k meziročnímu růstu HDP dosáhne 0,6 procentního bodu. V roce 2018 bude naopak v obdobném rozsahu záporný a do kladných hodnot se opět navrátí v roce 2019.

II.2.4 Platební bilance

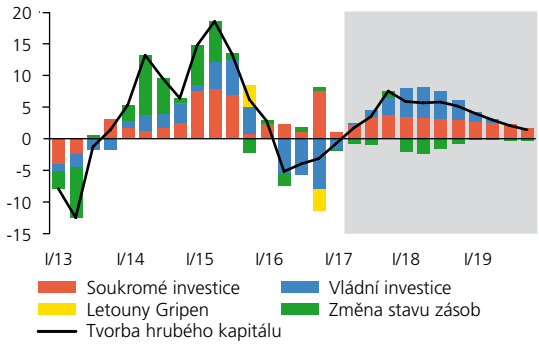
Zlepšení bilancí zboží a služeb vedlo k rekordnímu přebytku běžného účtu platební bilance v roce 2016. Ten přesáhl 50 mld. Kč (Tab. II.2.3), což v poměru k HDP představovalo 1,1 %. Pro výrazné navýšení přebytku bilance zboží byl klíčový meziroční pokles cen energetických surovin a růst strojírenského vývozu. Přebytek bilance služeb se zvýšil převážně v oblasti dopravy a ostatních služeb (telekomunikace, služby v oblasti počítačů a informační služby). Ve směru zmírnění přebytku běžného účtu naopak působil vyšší deficit prvotních důchodů vlivem prohloubení schodku důchodů z investic. Ve stejném směru měl vliv i přechod bilance druhotných důchodů z nepatrného přebytku do poměrně výrazného deficitu. Jeho důvodem byl pokles příjmů z evropských fondů a také růst ostatních (soukromých) transferů do zahraničí.

V roce 2017 se přebytek běžného účtu sníží především vlivem pokračujícího růstu deficitu prvotních důchodů. V menší míře se na tom bude podílet též pokles kladného salda obchodní bilance (vlivem meziročního růstu cen energetických surovin) a růst deficitu druhotných důchodů (kombinace poklesu příjmů z evropských fondů a růstu ostatních transferů do zahraničí). Opačným směrem bude působit mírně rostoucí přebytek bilance služeb. Přebytek běžného účtu tak v souhrnu dosáhne 20 mld. Kč, tj. 0,4 % HDP.

Graf II.2.12

ROZKLAD INVESTIC

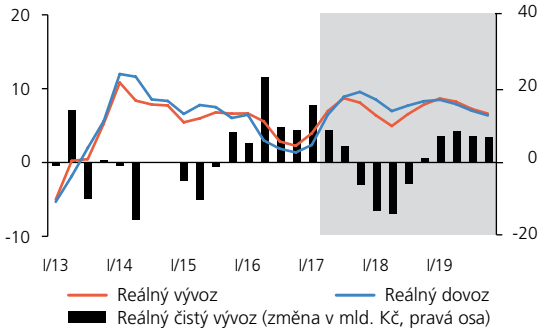
Počátkem letošního roku odezněl pokles investic v návaznosti na obnovující se čerpání evropských fondů ve vládním sektoru
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, stálé ceny)



Graf II.2.13

REÁLNÝ VÝVOZ A DOVOZ

Dynamika vývozu i dovozu zrychlí, což na jedné straně odráží pozitivní výhled zahraniční poptávky a na druhé straně sílící domácí poptávku
(meziroční změny v % a mld. Kč, sezonně očištěno)



Tab. II.2.3

PROGNÓZA PLATEBNÍ BILANCE

Běžný účet za rok 2016 vykázal rekordní přebytek, a to zejména v důsledku nárůstu přebytku bilance zboží; v příštích letech se přebytek běžného účtu sníží
(v mld. Kč)

	2016 skut.	2017 progn.	2018 progn.	2019 progn.
A. BĚŽNÝ ÚČET	52,6	20,0	45,0	35,0
Zboží	250,6	240,0	255,0	260,0
Služby	101,1	110,0	115,0	120,0
Prvotní důchody	-271,8	-290,0	-310,0	-330,0
Druhotné důchody	-27,3	-40,0	-15,0	-15,0
B. KAPITÁLOVÝ ÚČET	53,5	10,0	35,0	35,0
C. FINANČNÍ ÚČET a)	117,7	840,0	-35,0	35,0
Přímé investice	-141,0	-140,0	-80,0	-75,0
Portfoliové investice	-169,4	-295,0	-120,0	-60,0
Finanční deriváty	11,3			
Ostatní investice	-146,7	75,0	50,0	50,0
Rezervní aktiva	563,5	1200,0	115,0	120,0

a) prognóza bez operací bankovního sektoru a finančních derivátů

Pro rok 2018 prognóza očekává opětovné zvýšení přebytku běžného účtu na necelé jedno procento HDP. Přebytek bilance zboží mírně vzroste v důsledku předpokládaného zlepšení směnných relací. Za ním bude stát mimo jiné růst vývozních cen v automobilovém průmyslu a mírný meziroční pokles cen některých dovážených surovin (plyn, železná ruda). Zároveň se sníží deficit druhotných důchodů vlivem vyššího čistého čerpání fondů EU. Lehce se zvýší i bilance služeb. Zlepšení běžného účtu bude naopak zmírňováno nadále rostoucím deficitem bilance prvotních důchodů, plynoucím z růstu záporného salda důchodů z přímých investic.

Pro rok 2019 je prognózován přebytek běžného účtu mírně pod úrovní roku 2018. Další zlepšování výkonové bilance bude již tlumeno předchozím posílením koruny (při odeznění vlivu kurzového zajištění vývozců realizovaného v nadstandardním objemu před ukončením kurzového závazku ČNB) v kombinaci s mírně slabší dynamikou zahraniční poptávky. Ve směru snižování přebytku běžného účtu budou působit především rostoucí zisky nerezidentů z přímých investic.

Vývoj přebytku na kapitálovém účtu bude nadále ovlivňován zejména cyklem čerpání evropských fondů. Letos se tento přebytek výrazně sníží, v příštím roce s náběhem čerpání zdrojů z nového programového období vzroste a na zvýšené úrovni se udrží i v roce 2019.

Na finančním účtu se výrazně omezí příliv krátkodobého kapitálu, k němuž docházelo před koncem kurzového závazku. Jednalo se o výrazný nárůst krátkodobých korunových depozit nerezidentů u domácích bank, nákup státních korunových dluhopisů kratších splatností nerezidenty, operace s finančními deriváty a v menší míře též finanční operace v rámci přímých investic. Příčinou tohoto přílivu byly spekulace zahraničních investorů na budoucí posílení koruny v kombinaci s mimořádně uvolněnou měnovou politikou ECB. Uvedený vývoj souvisel i se zajišťovacími operacemi vývozců proti kurzovému riziku. V dubnu – bezprostředně po ukončení kurzového závazku – bylo patrné mírné snížení dříve vybudovaných korunových pozic zahraničními finančními investory, ale v květnu opět narostly korunové pozice nerezidentů v bankách i zahraniční držba státních korunových dluhopisů.

Čistý příliv přímých investic se letos udrží na úrovni minulého roku, změní se však jeho struktura. Dominantní část čistého přílivu by měl opět začít tvořit reinvestovaný zisk. Naopak váha finančních operací se od druhého čtvrtletí 2017 výrazně sníží. Čistý příliv portfoliových investic bude nadále v rozhodující míře ovlivňován kladným úrokovým diferenciálem koruny vůči euru, kvantitativním uvolňováním ECB a předpokládaným posilováním koruny. Tyto faktory budou tlumit zájem rezidentů o investice v zahraničí a současně udržovat zájem nerezidentů o tuzemské dluhové cenné papíry. Prognóza zahrnuje i předpokládané účetní operace bankovního sektoru s cílem

optimalizovat odvody do Fondu pro řešení krizí.[9] V rámci ostatních investic se očekává zmírnění čistého odlivu kapitálu z podnikového sektoru do zahraničí, který v loňském roce dosáhl rekordní hodnoty. Mimořádně vysoký růst rezervních aktiv v letošním roce je výsledkem již ukončených devizových intervencí na obranu kurzového závazku. V podstatně menší míře k němu přispějí výnosy z devizových rezerv a saldo operací vůči rozpočtu EU.

V následujících dvou letech bude vývoj na finančním účtu obdobný jako v letošním roce po ukončení kurzového závazku. Jedinou výjimku představuje držba vládních dluhopisů, jejichž objem v rukou nerezidentů již neporoste stejným tempem. Vedle jejich omezené nabídky k tomu přispěje uzavírání pozic vybudovaných před koncem kurzového závazku a odeznění některých jednorázových faktorů z letošního roku.[10] Příliv dluhového kapitálu bude naopak podporován rostoucím kladným diferenciálem mezi domácími a eurovými úrokovými sazbami. Prognózované prudké zpomalení růstu rezervních aktiv oproti roku 2017 je výhradně důsledkem ukončení intervencí, zatímco zbývající položky, tj. výnosy z rezerv a saldo operací vůči EU, se zvýší.

II.2.5 Fiskální vývoj

Zvyšující se přebytky veřejných rozpočtů odrážejí nárůst daňových příjmů díky pokračujícímu ekonomickému růstu a opatřením vlády. V letošním roce dosáhne přebytek vládního sektoru 1 % HDP a na obdobné hodnotě setrvá i v následujících dvou letech (Tab. II.2.4). Na výdajové straně přispěje ke zvýšení salda především další pokles výdajů na dluhovou službu. Příjmová strana vládního sektoru je posilována postupným zaváděním EET, dodatečnými příjmy z loňského zavedení kontrolního hlášení DPH a dalším zvyšováním spotřebních daní. V opačném směru bude na hospodaření vlády působit zrychlený růst mezd ve vládním sektoru, zvýšení výdajů na penze a zdravotnictví a obnovený růst vládních investic. Dojde také ke zvýšení daňového zvýhodnění zelené nafty a daňové slevy na dítě. V roce 2018 dále zrychlí růst sociálních výdajů v souvislosti se zavedením nového valorizačního schématu penzí a očekávaným přijetím balíčku nových sociálních opatření[11]. Na příjmové straně se dále zvýší daňové zvýhodnění na dítě a pojistné na sociální zabezpečení pro zaměstnance má klesnout podle počtu vychovávaných dětí.

Tab. II.2.4

FISKÁLNÍ PROGNÓZA

Hospodaření vládního sektoru setrvá v přebytku
(v % nominálního HDP)

	2016 skut.	2017 progn.	2018 progn.	2019 progn.
Příjmy vládního sektoru	40,0	40,7	40,9	40,9
Výdaje vládního sektoru	39,4	39,8	39,7	39,8
z toho: úrokové platby	0,9	0,8	0,7	0,6
SALDO VLÁDNÍHO SEKTORU	0,6	1,0	1,1	1,1
z toho:				
primární saldo [a)]	1,5	1,8	1,8	1,7
mimořádné jednorázové operace [b)]	0,0	0,1	0,0	0,1
UPRAVENÉ SALDO [c)]	0,6	0,9	1,1	1,1
Cyklická složka (metoda ESCB) [d)]	0,1	0,3	0,4	0,2
Strukturální saldo (metoda ESCB) [d)]	0,5	0,7	0,7	0,9
Fiskální pozice v p. b. (metoda ESCB) [e)]	0,7	0,2	0,0	0,2
Cyklická složka (metoda EK) [d)]	-0,2	0,1	0,2	0,3
Strukturální saldo (metoda EK) [d)]	0,8	0,8	0,9	0,8
Fiskální pozice v p. b. (metoda EK) [e)]	1,1	0,1	0,0	-0,1
DLUH VLÁDNÍHO SEKTORU	36,8	34,2	32,0	30,0

a) saldo vládního sektoru snížené o úrokové platby
b) Do této položky jsou zahrnuty očekávané příjmy z prodeje emisních povolenek, výdaje na (novou) Zelenou úsporám, realizované záruky a příjmy z prodeje kmitočtových pásem mobilním operátorům.
c) upraveno o mimořádné jednorázové operace, odhad ČNB
d) odhad ČNB
e) měří meziroční změnu strukturálního salda

9 Ve stejném objemu jsou tyto operace s opačným znaménkem zaznamenány na účtu ostatních investic bankovního sektoru.

10 Především jde o vliv přeřazení ČR do dluhopisového indexu J.P. Morgan pro rozvíjející se trhy, který letos vede ke zvýšení poptávky nerezidentů po českých vládních dluhopisech.

11 Jedná se o podporu zdravotně postižených, vyšší nemocenskou, zavedení otcovské dovolené, ošetřovatelského volna a zálohového výživného, vyšší přídavky na děti, zrychlení čerpání rodičovského příspěvku a vyšší pěstounské dávky. Rozpočtový dopad vyjmenovaných opatření činí 0,3 % HDP. Některá z těchto opatření již prošla legislativním procesem. U jiných je naopak pravděpodobné, že nestihnou projít legislativním procesem do konce tohoto volebního období.

Tab. II.2.5

FISKÁLNÍ IMPULZ

Fiskální impulz bude letos zřetelně kladný zejména vlivem oživení růstu vládních investic, v dalších letech se fiskální expanze zmírní
(příspěvky k růstu HDP v procentních bodech)

	2016 skut.	2017 progn.	2018 progn.	2019 progn.
FISKÁLNÍ IMPULZ	-1,0	0,5	0,3	0,1
z toho dopad skrze:				
spotřebu domácností	0,0	0,2	0,3	0,0
soukromé investice	-0,1	-0,1	0,0	0,0
vládní investice domácí	-0,2	0,1	0,0	0,0
vládní investice z fondů EU	-0,8	0,2	0,1	0,1

Zmíněný vývoj se projeví v dalším nárůstu strukturálního přebytku vládního sektoru a v poklesu vládního dluhu. Strukturální přebytky vládního sektoru se přiblíží k 1 % HDP. Na horizontu prognózy tak bude s rezervou plněn střednědobý cíl pro strukturální schodek ve výši 1 % HDP. Postupný pokles vládního dluhu až na 30 % HDP v roce 2019 bude důsledkem primárních přebytků vládního sektoru, stále nízkých úrokových sazeb z vládního dluhu a poměrně rychlého růstu nominálního HDP.

Expanzivní působení fiskální politiky bude nejsilnější letos, poté bude postupně slábnout (Tab. II.2.5). Letošní zřetelně kladný příspěvek fiskální politiky k vývoji ekonomické aktivity ve výši 0,5 procentního bodu souvisí především s oživením růstu vládních investic po jejich propadu v minulém roce, v menší míře i s podporou spotřeby domácností. Kladný fiskální impulz ve výši 0,3 procentního bodu očekává prognóza pro příští rok, přičemž fiskální expanze bude ve větší míře realizována skrze spotřebu domácností. Ta bude podpořena – vedle nadále svižného růstu mezd ve veřejné sféře – též balíčkem nových sociálních opatření schvalovaných stávající vládní koalicí před letošními parlamentními volbami. V roce 2019 bude fiskální impulz jen nepatrně kladný.

II.3 SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNÓZOU

Nová prognóza inflace se téměř nemění, a to i přes mírně nižší než očekávanou inflaci ve druhém čtvrtletí letošního roku. Za tím stojí nezměněná výše celkových inflačních tlaků, jejich struktura je však jiná. Domácí ekonomika bude prostřednictvím vyššího růstu mezd i ekonomické aktivity působit více proinflačně. Vyšší domácí tlaky však budou zhruba vyvažovány výrazně pomalejším růstem cen zahraničních výrobců, ve kterém se odráží nižší výhled ceny ropy a silnější kurz eura vůči dolaru. Domácí a zahraniční vlivy se navzájem kompenzují i z hlediska prognózovaných trajektorií kurzu a tržních úrokových sazeb, které se rovněž významně nemění.

Ve výhledu zahraničních veličin došlo především k výraznému snížení dynamiky cen průmyslových výrobců (Graf II.3.1). Oproti minulé prognóze je tak výhled pro letošní i příští rok nižší v průměru o 0,7 procentního bodu. To je vedle nízkých pozorování z posledních měsíců dáno zejména poklesem výhledu ceny ropy, který je dle termínovaných tržních kontraktů na celém horizontu prognózy nižší o přibližně 6 USD/barel. Zohledňuje tak jen pomalé snižování globálních zásob a pokračování převisu nabídky ropy na trhu. Efekt průsaku snížených dolarových cen energetických komodit do průmyslových cen v eurozóně je navíc umocněn silnějším kurzem eura vůči dolaru o přibližně 5 % na horizontu prognózy. Výhled zahraniční poptávky se naopak posouvá o 0,2 procentního bodu výše v reakci na rychlejší růst ekonomické aktivity v eurozóně na začátku letošního roku, který potvrzují rovněž pokračující pozitivní předstihové ukazatele v eurozóně a Německu. Implikovaná trajektorie úrokových sazeb 3M EURIBOR a výhled efektivního ukazatele spotřebitelských cen v eurozóně zůstávají beze změny.

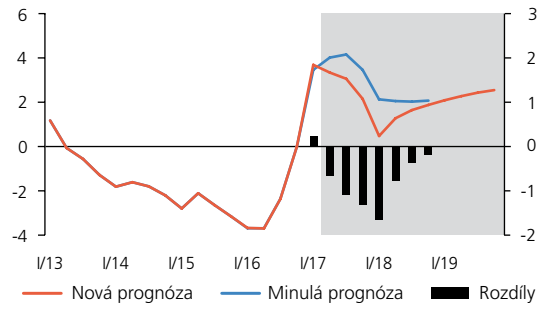
Prognóza růstu domácí ekonomické aktivity se v letošním i příštím roce posouvá k vyšším hodnotám (Graf II.3.2). Na tomto přehodnocení má dominantní podíl spotřeba domácností. Ta se zvyšuje v návaznosti na silnější pozorovanou i očekávanou dynamiku objemu mezd a platů. Vyšší příspěvek bude mít také tvorba hrubého kapitálu, a to ve složce soukromých i vládních investic. Ve druhé polovině roku 2017 rovněž rychleji poroste reálná spotřeba vlády v souvislosti se zvyšováním mezd zaměstnanců ve veřejné správě.

Pozorovaný vývoj v letošním prvním čtvrtletí i měsíční údaje z průmyslu vedou ke zvýšení prognózy nominálních mezd (Graf II.3.3). Znatelně rychlejší mzdová dynamika je podporována napjatou situací na trhu práce (viz kapitola III.3), vyšším výhledem zahraniční poptávky i avizovaným výrazným zvýšením minimální mzdy na začátku roku 2018. Na prognóze je však silnější dynamika mezd částečně vyvažována rychlejším nárůstem produktivity práce; celkově tak budou domácí nákladové tlaky na ročním horizontu jen lehce vyšší oproti minulé prognóze.

Graf II.3.1

EFEKTIVNÍ PPI EUROZÓNY

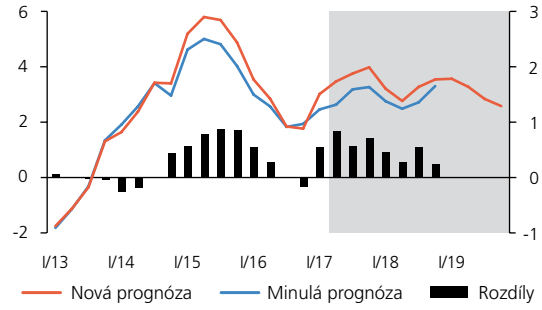
Výrazné přehodnocení výhledu cen průmyslových výrobců odráží nižší ceny energetických komodit v kombinaci se silnějším kurzem EUR/USD
(meziročně v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa, sezonně očištěno)



Graf II.3.2

ZMĚNA PROGNÓZY HDP

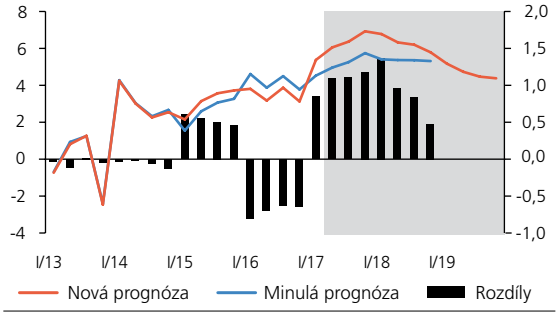
Prognóza vývoje domácího HDP je vyšší
(meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa, sezonně očištěno)



Graf II.3.3

ZMĚNA PROGNÓZY NOMINÁLNÍCH MEZD V TRŽNÍCH ODVĚTVÍCH

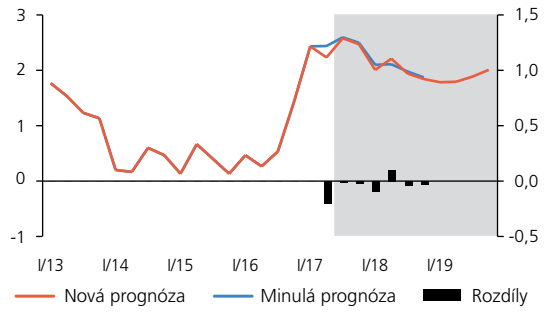
Predikce mezd se posouvá znatelně výše v důsledku vyšších pozorovaných hodnot a předstihových ukazatelů
(meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



Graf II.3.4

ZMĚNA PROGNÓZY CELKOVÉ INFLACE

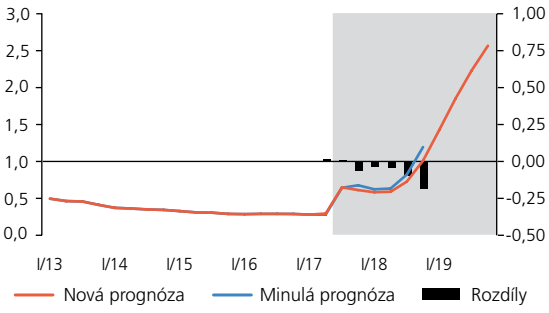
Prognóza celkové inflace se téměř nemění, ovšem při jiné skladbě celkových inflačních tlaků
(meziročně v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



Graf II.3.5

ZMĚNA TRAJEKTORIE ÚROKOVÝCH SAZEB

Prognóza tržních úrokových sazeb se prakticky nemění
(3M PRIBOR v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



Prognóza celkové inflace se významně nemění, odlišná je však struktura nákladových tlaků (Graf II.3.4). Lehké oslabení dynamiky spotřebitelských cen ve druhém čtvrtletí letošního roku odráželo krátkodobé zpomalení růstu cen potravin a výraznější než prognózované zvolnění dynamiky cen pohonných hmot. Celkové fundamentální inflační tlaky však byly ve srovnání s minulou prognózou vyšší. Promítá se do nich především rychlejší pozorovaný růst nominálních mezd a ekonomické aktivity. Na prognóze bude výraznější proinflační působení domácí ekonomiky pokračovat, bude však kompenzováno silnějším protiinflačním působením dovozních cen plynoucím z nižší dynamiky cen zahraničních průmyslových výrobců. Očekávaná dynamika celkových nákladů ve spotřebitelském sektoru se tak v souhrnu příliš nemění. Také předpoklad o vývoji regulovaných cen zůstává téměř beze změny.

Kurz koruny posílí oproti minulé prognóze do konce letošního roku o něco méně, poté bude jeho vývoj obdobný. Za přehodnocením výhledu kurzu na třetí čtvrtletí letošního roku stojí slabší aktuálně pozorovaná hodnota oproti výhledu minulé predikce, daná mimo jiné i pokračující překoupeností trhu. Na delším konci je prognóza kurzu koruny stejná, protože se navzájem kompenzuje nižší výhled cen zahraničních výrobců a silnější inflační tlaky z domácí ekonomiky.

Trajektorie tržních úrokových sazeb zůstává prakticky stejná jako v minulé prognóze (Graf II.3.5). To odráží podobný očekávaný vývoj celkových inflačních tlaků, kurzu koruny i zahraničních úrokových sazeb.

II.4 RIZIKA A NEJISTOTY PROGNÓZY

Bankovní rada na svém srpnovém zasedání vyhodnotila rizika prognózy inflace na horizontu měnové politiky jako mírně proinflační. Hlavním rizikem prognózy je vývoj měnového kurzu, který může posilovat pozvolněji oproti prognóze vlivem tzv. překoupenosti trhu s korunou. Riziko prognózy v tomto ohledu signalizují i výhledy ostatních subjektů, které v ročním horizontu očekávají slabší kurz než prognóza ČNB při obdobném zvyšování úrokových sazeb a mírně nižším inflačním výhledu. Nejistotami prognózy jsou síla fundamentálních inflačních tlaků z domácí ekonomiky, jakož i politicko-ekonomické nejistoty vývoje v EU a v dalších světových ekonomikách.

II.4.1 Rizika vnímaná ČNB

Hlavním rizikem prognózy je vývoj měnového kurzu, který by oproti ní mohl v následujících čtvrtletích posilovat pozvolněji. Důvodem je chybějící protistrana pro uzavírání korunových pozic finančními investory v situaci, kdy se řada domácích vývozců před ukončením závazku ČNB zajistila proti kurzovému riziku a tím fakticky prodala své vývozní tržby dopředu. Dále byla v průběhu zpracování prognózy identifikována nejistota týkající se síly fundamentálních inflačních tlaků z domácí ekonomiky. Ty prognóza hodnotí jako výrazné, navzdory relativně umírněnému vývoji inflace v posledních měsících, který je částečně připisován krátkodobým faktorům.

Bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy inflace na horizontu měnové politiky jako mírně proinflační. Za hlavní riziko byl v souladu s vnímáním sekce měnové označen vývoj měnového kurzu. Ten se může oproti prognóze v příštích čtvrtletích nacházet na slabších hodnotách, a to vlivem uzavírání korunových pozic finančních investorů v podmínkách chybějící protistrany. Bankovní rada současně za nejistotu prognózy označila politicko-ekonomické nejistoty vývoje v EU a v dalších světových ekonomikách, které dělají současný relativně příznivý zahraniční vývoj zranitelným. Zvýšení domácích úrokových sazeb však vytvoří prostor pro případnou reakci na takovýto nepříznivý vývoj.

II.4.2 Rizika signalizovaná prognózami ostatních subjektů

Inflační očekávání analytiků jsou v posledních měsících ukotvena v těsné blízkosti 2% cíle ČNB. Inflace prognózovaná analytiky finančního trhu v ročním horizontu se aktuálně nachází těsně nad úrovní dvou procent, v tříletém horizontu je přesně na ní. Inflační očekávání podnikových manažerů v ročním horizontu nadále setrvávají mírně pod cílem (Tab. II.4.1).

Tab. II.4.1

OČEKÁVANÉ UKAZATELE DLE IOFT, CF A PODNIKŮ

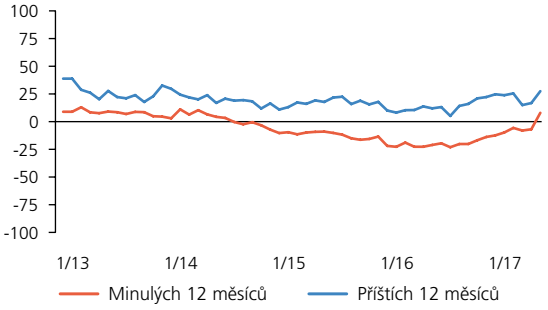
Inflační očekávání analytiků se v ročním i tříletém horizontu nacházejí u 2% cíle ČNB; růst ekonomiky podle nich letos dosáhne necelých 3 %, v příštím roce se jeho tempo mírně sníží
(v horizontu 1R, meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

	3/17	4/17	5/17	6/17	7/17
IOFT:					
Index spotřebitelských cen	2,0	2,0	2,0	2,1	2,1
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,0	1,9	1,9	2,0	2,0
Reálný HDP v roce 2017	2,6	2,6	2,7	2,8	2,9
Reálný HDP v roce 2018	2,6	2,7	2,6	2,7	2,7
Nominální mzdy v roce 2017	4,7	4,6	4,6	4,9	5,1
Nominální mzdy v roce 2018	4,4	4,5	4,4	4,6	4,6
Kurz CZK/EUR (úroveň)	26,0	25,9	25,9	25,8	25,6
2T repo (v %)	0,15	0,26	0,34	0,40	0,57
1R PRIBOR (v %)	0,6	0,7	0,8	0,9	1,0
Podniky:					
Index spotř. cen	1,7			1,8	
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,3			2,4	
CF:					
Reálný HDP v roce 2017	2,5	2,5	2,5	2,8	2,9
Reálný HDP v roce 2018	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Nominální mzdy v roce 2017	4,7	4,7	4,6	5,0	5,2
Nominální mzdy v roce 2018	4,7	4,7	4,6	4,8	4,9
Kurz CZK/EUR (úroveň)	26,0	26,0	26,0	25,9	25,8
3M PRIBOR (v %)	0,4	0,5	0,5	0,6	0,7

Graf II.4.1

VNÍMANÁ A OČEKÁVANÁ INFLACE

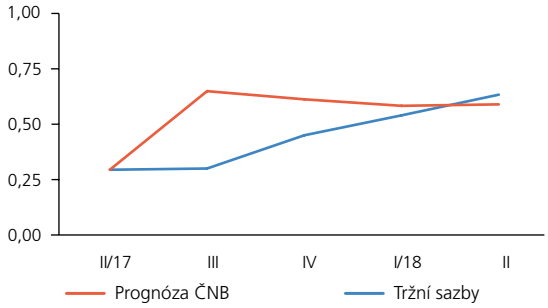
Indikátor vnímané inflace se na konci druhého čtvrtletí 2017 posunul do kladných hodnot, kde se dlouhodobě pohybuje i ukazatel očekávané inflace
(saldo odpovědí, pramen: European Commission Business and Consumer Survey)



Graf II.4.2

SROVNÁNÍ SAZEB FRA S PROGNÓZOU ČNB

S prognózou ČNB je v letošním třetím čtvrtletí konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb, s nímž tržní výhled nepočítá; v horizontu jednoho roku jsou oba výhledy v souladu
(v %)



Poznámka: Tržní sazby představují pro II/17 a III/17 3M PRIBOR, pro IV/17 až II/18 průměrné hodnoty sazeb FRA 3*6, 6*9 a 9*12 za 10 posledních obchodních dní k 21. 7. 2017.

Indikátor domácnostmi vnímané inflace se zvolna zvyšoval a v červnu se po třech letech vrátil do kladného pásma. To naznačuje, že domácnosti v souhrnu během předchozích 12 měsíců začaly pociťovat nárůst cen, byť jen lehce (Graf II.4.1). Indikátor očekávané inflace je kladný dlouhodobě, což signalizuje, že počet respondentů, kteří očekávají v příštích 12 měsících rychlejší cenový růst, slabě převažuje nad počtem těch, kteří očekávají stejný nebo pomalejší cenový růst než doposud.

Analytici očekávají, že v letošním roce ekonomika vykáže růst nepatrně pod 3 %, jen mírně nižšího tempa dosáhne v příštím roce (Tab. II.4.1). Růst české ekonomiky by se podle nich měl i nadále opírat o domácí i zahraniční poptávku. V případě nominálních mezd se letos očekává růst lehce nad 5 %, v příštím roce by jejich dynamika měla mírně zvolnit. V ročním horizontu analytici v průměru prognózují posílení měnového kurzu koruny pod hladinu 26 CZK/EUR.[12] Před srpnovým zasedáním bankovní rady zhruba polovina analytiků očekávala, že na tomto zasedání ČNB zvýší základní úrokové sazby o 0,2 procentního bodu, zbývající část neočekávala změnu jejich nastavení. V ročním horizontu všichni analytici předpokládají zvýšení 2T repo sazby; průměrný odhad činí 0,6 %.

V porovnání s ČNB analytici očekávají pomalejší růst HDP v letošním i příštím roce při mírně nižší inflaci v ročním výhledu. Mzdová očekávání analytiků se pohybují znatelně níže ve srovnání s ČNB. Výhled úrokových sazeb u analytiků je v ročním horizontu přibližně v souladu s prognózou ČNB. Měnový kurz se v ročním výhledu nachází v předpovědích analytiků v průměru na slabší úrovni než v prognóze ČNB. Pravděpodobným důvodem je, že analytici zohledňují faktor chybějící protistrany i v delším horizontu.

Aktuální tržní výhled 3M sazeb implikuje jejich plynulý nárůst v ročním horizontu. S prognózou ČNB je konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb již ve třetím čtvrtletí letošního roku následovaný obdobím stability. V horizontu jednoho roku je tak tržní výhled v souladu s úrovní úrokových sazeb z prognózy ČNB (Graf II.4.2).

12 Očekávané rozpětí je poměrně široké: v šetření IOFT 25,0–26,3 CZK/EUR, v průzkumu CF 25,0–26,2 CZK/EUR.

III. SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ

III.1 CENOVÝ VÝVOJ

Inflace se ve druhém čtvrtletí 2017 mírně snížila na 2,2 %. Setrvala tak v horní polovině tolerančního pásma cíle ČNB. Oproti prognóze ze začátku roku 2016, jejíž zpětné posouzení je relevantní pro hodnocení aktuálního plnění inflačního cíle, se zpočátku projevovaly výraznější protiinflační tlaky ze zahraničí. Ty byly částečně kompenzovány delším trváním kurzového závazku ČNB. Od konce roku 2016 se ale k pokračujícímu proinflačnímu působení domácí ekonomiky přidaly jednorázové cenové vlivy, což spolu s odezněním protiinflačního působení dovozních cen přispělo k nárůstu inflace nad 2% cíl. S výhodou zpětného pohledu tak lze hodnotit měnovou politiku ČNB v minulém období jako přiměřenou. Jádrová inflace se v letošním druhém čtvrtletí dále zvýšila zejména v důsledku rychlejšího růstu cen neobchodovatelných statků. Poměrně plošně a rychle nadále rostly ceny potravin v návaznosti na svižný růst cen zemědělských výrobců v živočišné i rostlinné výrobě. Regulované ceny v souhrnu zhruba stagnovaly. Rychlý růst realizovaných cen bydlení pokračoval napříč celým nemovitostním trhem. V případě nabídkových cen bytů se však již objevuje útlum dynamiky v mimopražských regionech. V důsledku zmírnění růstu cen ropy a posílení kurzu koruny vůči americkému dolaru zvolnila dynamika cen pohonných hmot a rovněž dovozních cen a cen průmyslových výrobců. Mírný růst byl nadále pozorován u služeb pro podnikatelskou sféru i u cen stavebních prací.

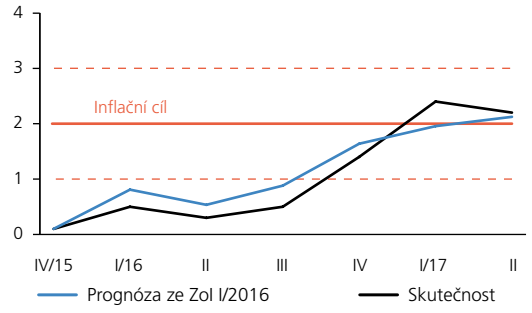
III.1.1 Plnění inflačního cíle

Celková i měnověpolitická inflace se ve druhém čtvrtletí 2017 nacházely lehce nad cílem v souladu s prognózou ze ZoI I/2016 (Graf III.1.1).[13] Tato prognóza byla založena na předpokladu používání měnového kurzu jako nástroje uvolnění měnové politiky s kurzovým závazkem ČNB na úrovni 27 CZK/EUR do konce roku 2016. Prognóza očekávala zvýšení hodnot celkové i měnověpolitické inflace; ty měly na horizontu měnové politiky dosáhnout 2% cíle a poté jej lehce překročit. Protiinflační působení dovozních cen plynoucí z propadu výrobních cen v eurozóně a světových cen ropy mělo postupně odeznít. Směrem ke zvyšování cen měla působit především rostoucí domácí ekonomická aktivita prostřednictvím zrychlování dynamiky mezd.

Graf III.1.1

SROVNÁNÍ PROGNÓZY CELKOVÉ INFLACE SE SKUTEČNOSTÍ

Inflace se ve druhém čtvrtletí 2017 nacházela lehce nad 2% cílem ČNB v souladu s prognózou ze ZoI I/2016
(meziročně v %)



13 Tato část Zprávy o inflaci stručně analyzuje příspěvek měnové politiky ČNB k tomuto vývoji. Při hodnocení vlivu měnové politiky na plnění inflačního cíle je třeba zpětně analyzovat prognózy a na nich založená rozhodnutí bankovní rady v minulosti. Pro posouzení plnění inflačního cíle ve druhém čtvrtletí 2017 je přitom nutné zkoumat období od října 2015 do března 2017, které zohledňuje odlišnou délku transmise úrokových sazeb a měnového kurzu. Měnová politika se totiž v režimu používání kurzu jako svého nástroje promítala do inflace s podstatně kratším zpožděním, než je tomu v případě, kdy tímto nástrojem jsou úrokové sazby. Analýza naplnění prognóz se v této kapitole nicméně zaměřuje z důvodu srozumitelnosti pouze na srovnání Zprávy o inflaci I/2016 s následným vývojem.

Celková inflace se zpočátku pohybovala pod prognózou, až na přelomu let 2016 a 2017 vystoupala nad ni. Ve druhém čtvrtletí 2017 tento rozdíl dosáhl pouze 0,1 procentního bodu (Tab. III.1.1). Uvedená kladná odchylka skutečnosti od predikce vyplývala především z vyšší jádrové inflace. V opačném směru působil utlumenější vývoj regulovaných cen a daňové změny.

Vnější ekonomické faktory celkově působily oproti prognóze až do závěru roku 2016 směrem k nižší domácí inflaci. Nejvýznamnější odchylku zaznamenal vývoj výrobních cen v zahraničí, jejichž pokles byl výraznější a déletrvající, a to i navzdory vyšším než predikovaným cenám ropy (Tab. III.1.2). Dynamika zahraničních cen tak oživila oproti prognóze později, avšak s vyšší intenzitou. Růst zahraniční poptávky byl zpočátku rychlejší než předpokládaný, poté za předpoklady zaostával. Prognóza počítala se stabilizací zahraničních úrokových sazeb na lehce záporných hodnotách, ty se však snížily ještě hlouběji do záporu[14] v reakci na opatření ECB (zavedení záporné depozitní sazby a rozšíření programu kvantitativního uvolňování v březnu 2016, resp. jeho prodloužení do konce roku 2017 oznámené v prosinci minulého roku). V souhrnu tak v roce 2016 působil vývoj v zahraničí na českou ekonomiku protiinflačně, resp. ve směru potřeby uvolněnějších měnových podmínek. Od začátku letošního roku tomu bylo naopak.

Na silnější deflační tlaky ze zahraničí během roku 2016 reagovala ČNB prodloužením kurzového závazku. Tržní úrokové sazby zůstaly po celou dobu stabilní kvůli existenci nulové dolní meze. Měnový kurz setrval na hodnotách v blízkosti vyhlášeného závazku ČNB až do začátku dubna 2017, kdy byl tento závazek ukončen[15]. Poté koruna mírně posílila (Tab. III.1.3).

Domácí ekonomika působila na inflaci zhruba v souladu s prognózou. Na pozorovanou dynamiku HDP měly silný vliv revize historických dat, cyklus čerpání evropských fondů a ve druhé polovině minulého roku také zpomalení růstu zahraniční poptávky. Z hlediska struktury hospodářského růstu byl patrný utlumenější vývoj spotřeby domácností a částečně i vlády, naopak příspěvek čistého vývozu byl vyšší. Ekonomický růst se projevoval pozitivně na trhu práce snižováním míry nezaměstnanosti, avšak pozorovaný růst nominálních mezd byl v roce 2016 oproti prognóze pomalejší.

V souhrnu lze hodnotit měnovou politiku ČNB v období od října 2015 do března 2017 jako přiměřenou. Pro rozhodování bankovní rady o nastavení měnové politiky je vedle prognózy důležité i posouzení jejích rizik. S výhodou zpětného pohledu lze říci, že po většinu hodnoceného období se naplňovala identifikovaná protiinflační rizika (zejména utlumený vývoj cen v eurozóně a nízké světové ceny

14 Pozorované tržní hodnoty sazby 3M EURIBOR navíc plně neodrážejí zavedení nekonvenčních opatření ECB zachycených prostřednictvím stínových sazeb, které se pohybovaly ještě výrazněji v záporných hodnotách.

15 Oproti předpokladu prognózy ze ZoI I/2016 se délka kurzového závazku prodloužila o jedno čtvrtletí.

Tab. III.1.1

NAPLNĚNÍ PROGNÓZY INFLACE

Oproti prognóze byla vyšší jádrová inflace, to však bylo kompenzováno nižším než predikovaným příspěvkem regulovaných cen a změn nepřímých daní
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

	Prognóza ZoI I/2016	Skutečnost 2. čtvrtletí 2017	Příspěvek k celkovému rozdílu
SPOTŘEBITELSKÉ CENY	2,1	2,2	0,1
z toho:			
regulované ceny	1,1	-0,1	-0,2
primární dopady změn nepřímých daní [a)]	0,1	-0,1	-0,2
jádrová inflace [b)]	1,8	2,5	0,4
ceny potravin [b)]	3,0	2,9	0,0
ceny pohonných hmot [b)]	4,8	7,5	0,1

a) Jedná se o dopad do celkové inflace vyjma regulovaných cen.
b) Rozumí se bez primárních dopadů změn nepřímých daní.

Tab. III.1.2

NAPLNĚNÍ PŘEDPOKLADŮ O ZAHRANIČÍ

Zahraniční veličiny, zejména PPI v eurozóně, působily až do závěru loňského roku v souhrnu protiinflačně
(meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak, p – předpoklad, s – skutečnost)

		I/16	II/16	III/16	IV/16	I/17	II/17
HDP v eurozóně [a), b), c)]	p	2,2	2,2	2,1	1,9	1,9	2,0
	s	2,5	2,3	1,8	1,7	1,7	-
PPI v eurozóně [b), c)]	p	-1,4	-1,4	-0,1	1,3	1,7	1,9
	s	-3,7	-3,7	-2,4	0,0	3,7	-
3M EURIBOR	p	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
(v %)	s	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Kurz USD/EUR	p	1,08	1,07	1,06	1,06	1,06	1,07
(úroveň)	s	1,10	1,13	1,12	1,08	1,06	1,10
Cena ropy Brent	p	32,4	34,8	37,2	39,2	40,8	42,3
(USD/barel)	s	35,2	47,0	47,0	51,1	54,6	50,8

a) ve stálých cenách
b) sezonně očištěno
c) výhled efektivního ukazatele ze ZoI I/2016

Tab. III.1.3

NAPLNĚNÍ PROGNÓZY KLÍČOVÝCH VELIČIN

Skutečný vývoj domácího HDP kolísal okolo prognózy, nominální mzdy rostly v roce 2016 pomaleji
(p – prognóza, s – skutečnost)

		I/16	II/16	III/16	IV/16	I/17	II/17
Index spotř. cen	p	0,8	0,5	0,9	1,6	2,0	2,1
(mzr. změny v %)	s	0,5	0,3	0,5	1,4	2,4	2,2
3M PRIBOR	p	0,3	0,3	0,3	0,3	0,8	1,0
(v %)	s	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Kurz CZK/EUR	p		kurzový závazek [a)]			-	-
(úroveň)	s	27,0	27,0	27,0	27,0	27,0	26,5
Reálný HDP [b)]	p	2,5	2,6	3,0	2,8	4,0	3,2
(mzr. změny v %)	s	3,5	2,8	1,8	1,8	3,0	-
Nominální mzdy [c)]	p	4,8	5,0	5,2	5,3	5,3	5,2
(mzr. změny v %)	s	3,8	3,2	3,9	3,1	5,4	-

a) poblíž 27 CZK/EUR; s přijetím kurzového závazku ČNB dočasně upustila od zveřejňování prognózované trajektorie kurzu
b) sezonně očištěno
c) v tržních odvětvích

potravinářských komodit). Od konce roku 2016 se naopak začaly projevovat proinflační faktory, které nebyly minulými prognózami předvídány. Inflace se tak od začátku letošního roku nachází nad 2% cílem ČNB, avšak v rámci jeho tolerančního pásma. Tato odchylka je nicméně zčásti dána jednorázovými faktory (dopady zavedení EET, zvýšení váhy imputovaného nájemného v indexu CPI). Navíc dočasné přestřelení inflačního cíle, přispívající k robustnosti jeho plnění do budoucna, bylo vědomou součástí strategie opuštění kurzového závazku.

III.1.2 Spotřebitelské ceny a ceny nemovitostí

Inflace se ve druhém čtvrtletí letošního roku pohybovala v průměru mírně nad 2 % (Graf III.1.2). Růst spotřebitelských cen byl tažen především zvyšující se jádrovou inflací a cenami potravin. Dynamika cen pohonných hmot výrazně zvolnila v návaznosti na vývoj cen ropy na světových trzích (Graf III.1.3). Měnověpolitická inflace ležela o 0,1 procentního bodu nad celkovou inflací vlivem lehce záporného primárního příspěvku změn nepřímých daní. To bylo dáno zejména poklesem DPH pro restaurace a stravovací zařízení a v malé míře i poklesem DPH u novin a časopisů (s platností od března 2017). V opačném směru působil dopad zvýšení spotřební daně na cigarety a tabák od ledna 2017[16].

Jádrová inflace se dále zvýšila, a to zejména v důsledku zrychlení růstu cen neobchodovatelných statků (Graf III.1.4).[17] Ten v červnu dosáhl téměř 4 %, což bylo dáno dalším urychlením dynamiky imputovaného nájemného v souvislosti s růstem cen nových bytů a zároveň vyššími cenami rekreačních a kulturních služeb. Rychle rostly také ceny ubytování a dalších služeb spojených s bydlením. Vysokou meziroční dynamiku si nadále udržely ceny v restauracích a kavárnách v návaznosti na zavedení elektronické evidence tržeb od prosince loňského roku. Růst cen obchodovatelných statků[18] nejprve v dubnu a květnu mírně zrychlil na úroveň 1 %, v červnu však opět zpomalil. To bylo odrazem postupného promítání silnějšího měnového kurzu do cen v tomto segmentu spotřebního koše.

Ceny potravin ve druhém čtvrtletí meziročně převážně rostly, klesly pouze ceny zeleniny a alkoholických nápojů. Růst cen potravin nejprve v dubnu zpomalil v důsledku odeznění vysokých růstů cen zeleniny, poté však v květnu a červnu opět zrychlil nad 3 % zejména vlivem rychleji rostoucích cen mléčných výrobků, vajec, olejů a tuků (Graf III.1.5). Meziročně přitom rostly i ceny dalších potravin, a to zejména pekárenských výrobků, masa, cukru a cukrářských výrobků. Ceny nealkoholických nápojů rostly pouze mírně. Oproti tomu rychlejší růst vykázaly ceny tabákových výrobků, jeho tempo se však v průběhu druhého čtvrtletí postupně zmírňovalo (Graf III.1.6).

16 Dopad zvýšení spotřební daně na tabákové výrobky byl rozprostřen v prvních třech měsících příslušného roku.

17 Ceny neobchodovatelných statků zahrnují především neregulované ceny služeb.

18 Ceny obchodovatelných statků zahrnují ceny zboží s výjimkou potravin a pohonných hmot.

Graf III.1.2

INFLACE

Inflace se ve druhém čtvrtletí 2017 mírně snížila, nadále však zůstává lehce nad 2 %
(meziroční změny v %)

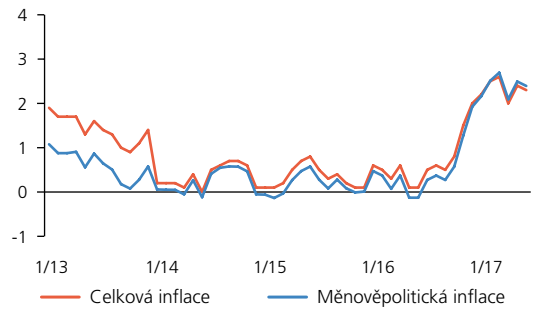
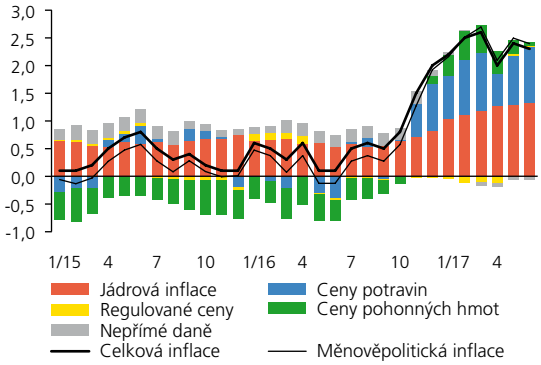


Chart III.1.3

STRUKTURA INFLACE

Růst spotřebitelských cen byl tažen dalším zvýšením jádrové inflace a rychlým růstem cen potravin, zatímco příspěvek cen pohonných hmot se postupně snižoval
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

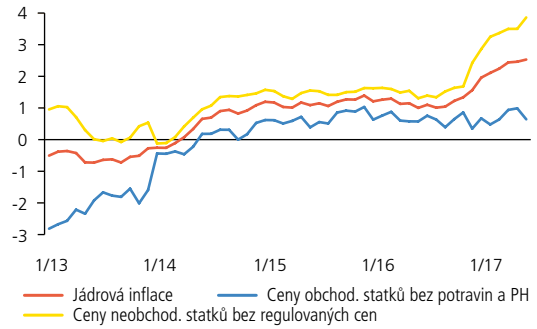


Poznámka: Ceny potravin zahrnují také ceny alkoholických nápojů a tabáku. Příspěvek nepřímých daní se týká neregulovaných cen.

Graf III.1.4

JÁDROVÁ INFLACE

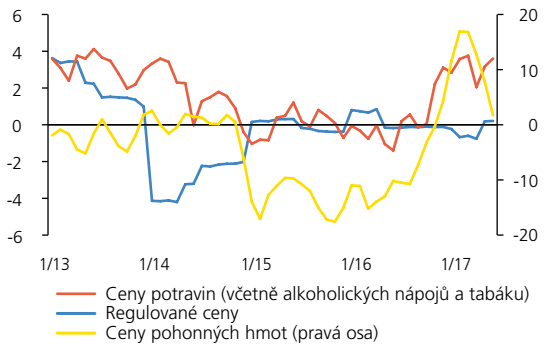
Jádrová inflace dále vzrostla vlivem zvýšené dynamiky cen neobchodovatelných statků
(meziroční změny v %)



Graf III.1.5

CENY POTRAVIN, REGULOVANÉ CENY A CENY POHONNÝCH HMOT

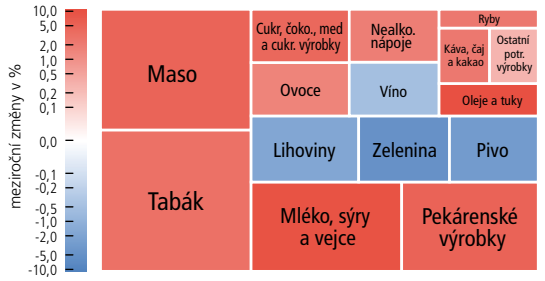
Nejvýraznější změnu dynamiky zaznamenaly ve druhém čtvrtletí ceny pohonných hmot, jejichž růst zpomalil
(meziroční změny v %)



Graf III.1.6

STRUKTURA VÝVOJE CEN POTRAVIN, NÁPOJŮ A TABÁKU VE DRUHÉM ČTVRTLETÍ 2017

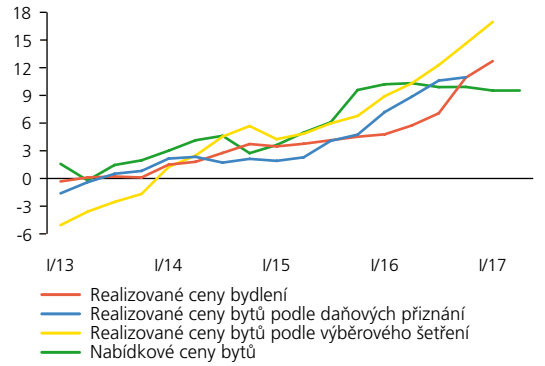
Růst cen potravin byl relativně plošný, klesaly pouze ceny alkoholických nápojů a zeleniny
(plocha dlaždice – relativní váha ve spotřebním koši, barva dlaždice – meziroční změny v %)



Graf III.1.7

REALIZOVANÉ A NABÍDKOVÉ CENY BYDLENÍ

Růst realizovaných cen rezidenčních nemovitostí dále zrychluje
(meziroční změny v %)



Regulované ceny v souhrnu zhruba stagnovaly, jednotlivé složky se však nadále vyvíjely různorodě (Graf III.1.5). Pokles cen tepla se počínaje květnem výrazně prohloubil, naopak ceny plynu pro domácnosti klesaly meziročně již jen mírně. Růst cen v dopravě a stočného v průběhu druhého čtvrtletí lehce zvolnil. Růst cen ve zdravotnictví, vzdělávání a stravování naopak dále zrychloval. Dynamika zbylých složek regulovaných cen byla utlumená.

Odeznění rychlého růstu světových cen energetických surovin se projevilo v útlumu dynamiky cen pohonných hmot (Graf III.1.5). Ceny pohonných hmot následovaly – s obvyklým zpožděním – zpomalující tempa růstu cen ropy Brent i benzínu na světových trzích. Růst domácích cen pohonných hmot byl tlumen také posílením kurzu koruny vůči americkému dolaru.

Na trhu nemovitostí se začínají rozevírat nůžky mezi růstem nabídkových cen bytů v Praze a v mimopražských regionech. Zatímco v hlavním městě se nabídkové ceny v červnu meziročně zvýšily o 14,6 %, mimo Prahu to bylo již pouze 3,6 %. To je oproti roku 2016 nová situace, neboť tehdy byl růst nabídkových cen na úrovni kolem 10 % převážně plošný. Naproti tomu u realizovaných cen jsou rozdíly v dynamice napříč regiony zatím malé, přičemž o něco rychleji rostly ceny rezidenčních nemovitostí mimo Prahu. V průměru dosáhl růst realizovaných cen bydlení v prvním čtvrtletí téměř 13 % (Graf III.1.7). Podle mezinárodně srovnatelného ukazatele HPI tak byl nadále nejrychlejší ze všech zemí EU. Experimentální index kombinující spotřebitelské ceny s HPI meziročně vzrostl bezmála o 4 % (viz BOX 1).

BOX 1
EXPERIMENTÁLNÍ CENOVÝ INDEX SE ZAHRNUTÍM CEN STARŠÍCH NEMOVITOSTÍ

Váhové schéma indexu spotřebitelských cen se průběžně mění, přičemž poslední změna zvýšila váhu cen nových nemovitostí.[19] ČSÚ tímto krokem navázal na úpravu z poloviny roku 2015, která znamenala první oslabení přístupu ekvivalentu nájemného (*rental equivalence approach*)[20]. Do imputovaného nájemného[21] byla tehdy poprvé zahrnuta položka odhadu cen nákupu nových nemovitostí určených k bydlení, ovšem pouze s relativně malou 8% váhou (Graf 1). Tato váha byla od počátku roku 2017 zvýšena na současných 16,3 % (v Praze dokonce na 27 %). Aktuální struktura indexu spotřebitelských cen (CPI) tak lépe zachycuje dynamiku cen nových bytů, která je momentálně zejména v Praze velmi silná. Těmito kroky se

19 Viz BOX 3 ve Zprávě o inflaci II/2017.

20 To v posledním desetiletí zohledňovalo ve velké míře zejména index cen stavebních prací u bytových budov, index cen materiálových vstupů v bytových budovách a index cen úhrad placených v družstevních bytech.

21 Váha imputovaného nájemného v rámci CPI je zhruba 8,7 %.

imputované nájemné ve spotřebním koši přiblížilo indexu cen vlastnického bydlení (*owner occupied housing*) v pojetí čistého akvizičního přístupu (*net acquisition approach*). Ten zohledňuje výdaje domácností na nákup nemovitostí od ostatních sektorů a souvisejících služeb (včetně výdajů na zkvalitnění a udržování bydlení) očištěné o celkové příjmy domácností z prodeje nemovitostí.

Čistý akviziční přístup v rámci CPI však nezahrnuje převažující obchody se staršími nemovitostmi mezi domácnostmi navzájem. Vývoj cen nemovitostí, a to včetně starších, je nicméně možné sledovat pomocí indexu cen nemovitostí určených k bydlení (*house price index,* HPI).

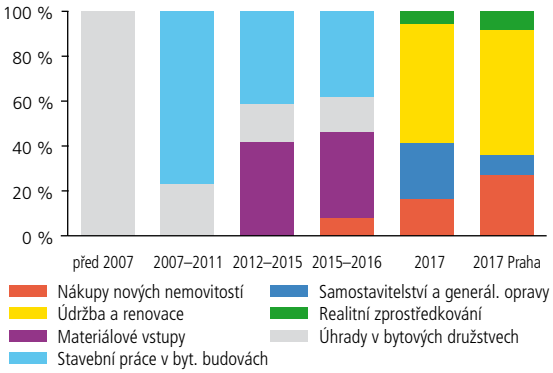
S využitím HPI lze počítat experimentální cenový index CPIH, který je možno chápat jako širší makrofinanční ukazatel. Opouští totiž tradiční koncept CPI tím, že striktně neodděluje výdaje domácností podle toho, zda v nich převažuje spotřební nebo investiční složka. Nejde tedy o standardní měřítko vývoje životních nákladů domácností, na nějž se tradičně zaměřuje měnová politika, ale o ukazatel, který je možné potenciálně využít k propojování úvah měnové politiky a finanční stability. Pohled do minulosti ukazuje, že meziroční změna indexu CPIH se v důsledku poklesu cen nemovitostí v letech 2010 až 2012 pohybovala o 0,7 procentního bodu pod spotřebitelskou inflací, poté se oba ukazatele během roku 2013 sblížily (Graf 2). Od roku 2014 zrychlující růst cen nemovitostí rozevírá odchylku opačným směrem. V prvním čtvrtletí letošního roku dynamika cen vyjádřená experimentálním indexem dosáhla 3,9 %, tj. o 1,4 procentního bodu nad spotřebitelskou inflaci.[22]

Takto konstruovaný index je třeba vnímat jako analytický nástroj, cílem ČNB zůstává i nadále 2% inflace zachycená CPI. Lze nicméně diskutovat, jaké signály by vysílal index CPIH pro měnovou politiku, pokud by chtěla brát ceny starších nemovitostí explicitně v potaz.[23] Hypotetické zaměření měnové politiky na takový rozšířený ukazatel by za jinak nezměněných okolností vedlo během recese a s ní souvisejícího poklesu cen nemovitostí v letech 2012 a 2013 k potřebě ještě uvolněnější měnové politiky, než odpovídalo režimu cílování inflace. V současnosti by naopak tento index implikoval potřebu většího zpřísnění měnové politiky vzhledem k výraznému růstu cen nemovitostí na sekundárním trhu. Je nicméně třeba si uvědomit, že měnová politika ČNB se nesoustředí na aktuální

Graf 1 (BOX)

VÁHOVÉ SCHÉMA IMPUTOVANÉHO NÁJEMNÉHO

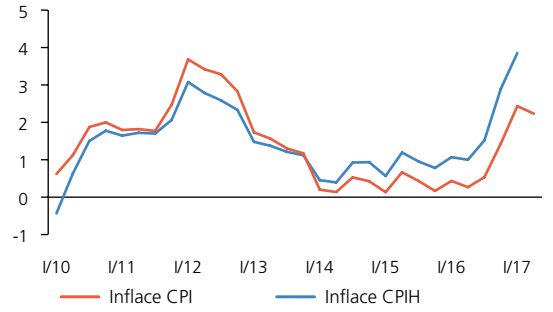
ČSÚ ve výpočtu imputovaného nájemného posílil váhu cen nových nemovitostí určených k bydlení
(podíly složek indexu inputovaného nájemného)



Graf 2 (BOX)

EXPERIMENTÁLNÍ CENOVÝ INDEX CPIH

Experimentální ukazatel CPIH se až do roku 2013 nacházel pod spotřebitelskou inflací, od roku 2014 se však zvyšuje rychleji a v současnosti dosahuje jeho růst téměř 4 %
(meziroční změny v %, pramen: ČSÚ a ČNB)



22 HPI je oproti CPI k dispozici se zpožděním delším o jedno čtvrtletí. Tato nevýhoda se přirozeně přenáší i na experimentální index CPIH.

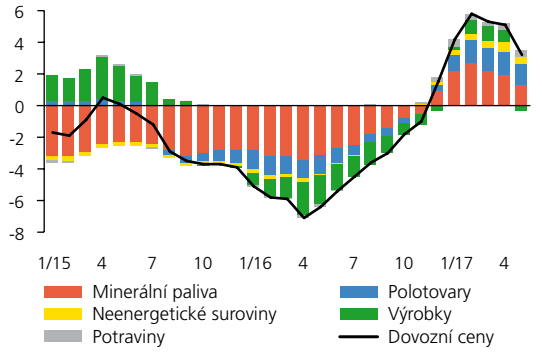
23 Této problematice se podrobněji věnuje i nedávno publikovaná Research and Policy Note ČNB RPN 1/2017 od M. Hampla a T. Havránka: Should Inflation Measures Used by Central Banks Incorporate House Prices? The Czech National Bank's Approach.

inflaci, ale na budoucí cenový vývoj v horizontu 12–18 měsíců. Zohlednění cen starších nemovitostí v měnové politice by tedy nejprve vyžadovalo jejich predikci do budoucna plně provázanou s celkovou makroekonomickou prognózou centrální banky. Zároveň je třeba upozornit, že na signály přehřívání na trhu nemovitostí již ČNB reagovala zpřísňováním makroobezřetnostní politiky, která je pro tyto účely vhodnější než použití měnovępolitických nástrojů.

Graf III.1.8

DOVOZNÍ CENY

Růst dovozních cen ve druhém čtvrtletí 2017 zpomalil v návaznosti na odeznívání meziročního růstu cen ropy
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

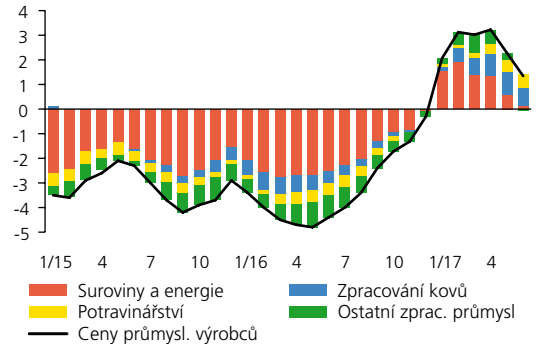


Poznámka: Potraviny zahrnují také nápoje a tabák.

Graf III.1.9

CENY PRŮMYSLOVÝCH VÝROBCŮ

Útlum dynamiky cen ropy se promítl také do zpomalení růstu cen průmyslových výrobců
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



III.1.3 Dovozní a produkční ceny

Výrazný růst dovozních cen z počátku letošního roku v posledních měsících oslabil, i když byl nadále poměrně plošný. V květnu růst dovozních cen dosáhl 3,2 % (Graf III.1.8). K růstu výrazně přispívaly ceny polotovarů a nadále i ceny minerálních paliv, jejichž dynamika však postupně slábne. Kladný příspěvek měly také ceny potravin a dalších komodit.

Za zpomalením dynamiky dovozních cen stál především vývoj na trhu minerálních paliv v reakci na odeznívající růst ceny ropy. Změny ceny ropy Brent se do dovozních cen minerálních paliv promítají bez větších zpoždění, a proto se zvolnění meziročního růstu ceny ropy již viditelně odrazilo v dovozních cenách minerálních paliv. Tento vývoj byl přitom jen částečně tlumen pokračujícím silným růstem cen zemního plynu, jehož ceny následují cenové pohyby ropy obvykle se zhruba půlročním zpožděním.

Cenový růst v ostatních skupinách dovozních cen odrážel předchozí poměrně silnou dynamiku výrobních cen v eurozóně. Významný příspěvek k růstu dovozních cen měly zejména ceny polotovarů. K růstu dovozních cen znatelně přispěly i ceny neenergetických surovin, příspěvek dovozních cen potravin, nápojů a tabáku přitom postupně slábl. V rámci dovozních cen komodit s vyšším stupněm zpracování přispívaly k růstu hlavně ceny chemikálií, v opačném směru působil postupně zesilující pokles cen dopravních prostředků. V závěru druhého čtvrtletí byl příspěvek komodit s vyšším stupněm zpracování již záporný, mimo jiné vlivem posilujícího kurzu koruny.

Zpomalení růstu cen dovážených vstupů se odrazilo i ve slabší dynamice výrobních cen v průmyslu. Ta v červnu zpomalila na 1,3 % (Graf III.1.9). Za tím stálo – podobně jako v případě dovozních cen – snížení příspěvku cen rafinovaných ropných produktů a koksu, které zpomalují v návaznosti na vývoj ceny ropy. Pokračoval přitom lehký pokles cen energií a vody. Naopak ceny kovů a kovodělných výrobků nadále výrazně rostly. Zesilující růst výrobních cen v potravinářském průmyslu může naznačovat sílící tlaky na růst spotřebitelských cen potravin.

V členění podle užití pokračuje znatelný růst cen meziproduktů. Zároveň dále zesiluje růst výrobních cen zboží krátkodobé spotřeby, zatímco ceny zboží investiční povahy a ceny zboží určeného pro dlouhodobou spotřebu lehce klesají.

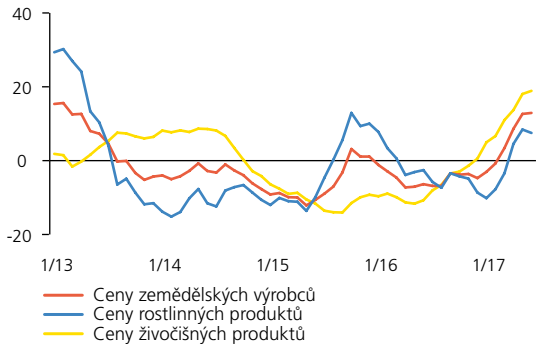
Růst cen zemědělských výrobců zrychlil, a to jak v živočišné, tak v rostlinné výrobě. Po setrvalém téměř 5% průměrném poklesu v průběhu loňského roku přešly ceny zemědělských výrobců v březnu do meziročního růstu, který dále zrychloval téměř ke 13 % (Graf III.1.10). V živočišné výrobě již odezněl vliv předloňské liberalizace trhu s mlékem v EU. Letos ceny mléka na světových trzích citelně rostly. Současně došlo k obnovení růstu cen masa. V rostlinné výrobě vyprchal vliv příznivých domácích i zahraničních sklizní z minulých let, což spolu s horšími výhledy letošní sklizně a nárůstem poptávky přispělo k oživení růstu cen zejména u obilovin, ovoce a zeleniny. Pokračoval růst cen olejnin.

Ceny tržních služeb pro podnikatelskou sféru i ceny stavebních prací rostly nadále umírněným tempem (Graf III.1.11). Růst cen tržních služeb pro podnikatelskou sféru v červnu dosáhl 1,1 %. Zřetelný cenový růst zaznamenala zejména odvětví poštovních a kurýrních služeb, pojištění a reklamních služeb včetně průzkumů trhu. Naopak mírně poklesly ceny telekomunikačních služeb. S oživením stavební produkce dále mírně zrychloval i růst cen stavebních prací. Zpomalil naopak růst cen materiálů a výrobků spotřebovávaných ve stavebnictví.

GRAF III.1.10

CENY ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

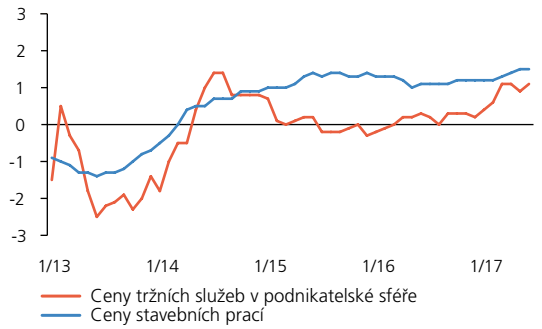
Růst cen zemědělských výrobců dále zrychlil vlivem vývoje cen v živočišné i rostlinné výrobě
(meziroční změny v %)



GRAF III.1.11

CENY TRŽNÍCH SLUŽEB PRO PODNIKATELSKOU SFÉRU A CENY STAVEBNÍCH PRACÍ

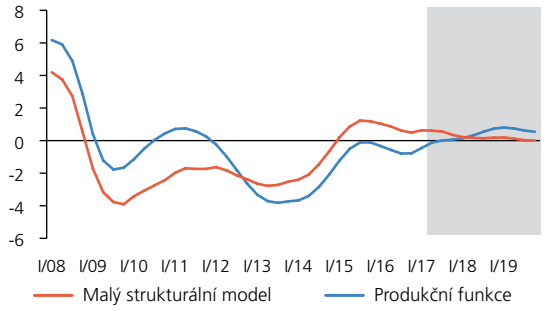
Ceny tržních služeb a stavebních prací pokračovaly v růstu tempy poblíž 1 %
(meziroční změny v %)



Graf III.2.1

MEZERA VÝSTUPU

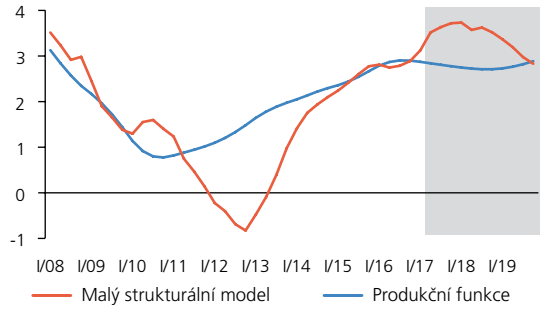
Mezera výstupu je aktuálně otevřená do mírně kladných hodnot, lehce nad nulou bude i na prognóze
(v % z potenciálního produktu)



Graf III.2.2

POTENCIÁLNÍ PRODUKT

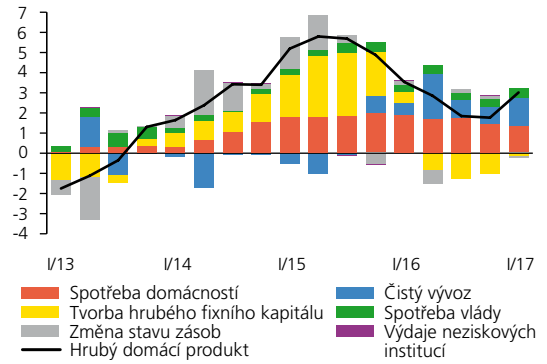
Tempo růstu potenciálního produktu se dle odhadu z malého strukturálního modelu nachází nad 3 %
(meziroční změny v %)



Graf III.2.3

HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT

Růst české ekonomiky v prvním čtvrtletí zrychlil na 3 %
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno)



III.2 VÝVOJ EKONOMIKY

Česká ekonomika se při akcelerujícím ekonomickém růstu nachází i nadále mírně nad úrovní svého potenciálu. Ekonomická aktivita zrychlila především v důsledku zvýšení příspěvku čistého vývozu a odeznění meziročního poklesu vládních investic v souvislosti s cyklem čerpání evropských fondů. Vývozní dynamika se po dočasném zpomalení pozorovaném ve druhé polovině loňského roku opět zvýšila. Růst domácí poptávky je tažen robustním zvyšováním spotřeby domácností v prostředí svižného růstu mezd i zaměstnanosti a přetrvávajícího optimismu spotřebitelů. Příznivý vývoj ekonomické aktivity lze sledovat ve většině odvětví. O zrychlení dynamiky hrubé přidané hodnoty se v prvním čtvrtletí zasloužil zejména sektor služeb. I nadále se dobře daří zpracovatelskému průmyslu, jehož příspěvek k růstu hrubé přidané hodnoty se sice mírně snížil, nadále však zůstává ze všech odvětví nejvýraznější. Ke zvyšování průmyslové produkce přitom dochází nejen v automobilovém průmyslu, ale také v chemické, elektrotechnické a strojní výrobě. Pozitivní vývoj v podnikatelském sektoru potvrzuje stále vysoká důvěra podnikatelů a výrazné zlepšení výsledků hospodaření nefinančních podniků. Sílící bariéru růstu však představuje nedostatek zaměstnanců.

III.2.1 Pozice ekonomiky v cyklu

Mezera výstupu české ekonomiky je i nadále mírně kladná. V prvním čtvrtletí 2017 se dle odhadu z malého strukturálního modelu nacházela v blízkosti 1 % (Graf III.2.1). To odpovídá pozorovaným inflačním tlakům z domácí ekonomiky. K uzavření dříve záporné mezery výstupu a jejímu přechodu do kladných hodnot v minulých letech vedl růst domácí i zahraniční poptávky. Přispěla k němu uvolněná měnová politika a v roce 2015 i vliv dočerpávání fondů EU, v roce 2016 naopak záporný fiskální impulz mezeru výstupu snižoval. Na horizontu prognózy se bude mezera výstupu pohybovat jen v lehce kladných hodnotách.

Růst potenciálního produktu se aktuálně pohybuje nad 3% úrovní, kterou prognózy ČNB považují za dlouhodobě udržitelnou. Zhruba na uvedenou úroveň se dostal již v předchozích dvou letech poté, co odezněly dozvuky hospodářské krize a obnovil se nízkoinflační růst ekonomické aktivity (Graf III.2.2). K výraznému zlepšení situace došlo na trhu práce, kde rostoucí míra participace působila na rychlejší růst rovnovážné zaměstnanosti. Obnovil se též růst investic nefinančních podniků, i když vývoj celkových fixních investic byl v uplynulých letech rozkolísaný vlivem cyklu fondů EU. Pozitivní vliv investic bude zřejmý také v letošním roce, kdy prognóza zároveň předpokládá oživení tempa růstu produktivity práce. K dlouhodobě udržitelné hodnotě 3 % se bude růst potenciálního produktu navracet postupně shora v průběhu let 2018 a 2019.

III.2.2 Výdajová strana ekonomiky

Meziroční dynamika hrubého domácího produktu vzrostla v prvním čtvrtletí letošního roku na 3 % (Graf III.2.3). Na tom se podílely pozitivní výsledky zahraničního obchodu, které odrážely pokračující ekonomické oživení v zemích našich obchodních partnerů. Zároveň se v úvodu letošního roku znatelně zmírnil záporný příspěvek fixních investic, což bylo dáno zejména odezněním meziročního propadu investic sektoru vlády, který v loňském roce souvisel s přechodem na čerpání fondů EU v novém programovém období. Pevným základem růstu HDP zůstává spotřeba domácností.

Spotřeba domácností byla i nadále hlavním tahounem domácí poptávky, přičemž rostla ve všech svých segmentech. Na pokračujícím znatelném růstu reálné spotřeby domácností se v úvodu roku nejvýznamněji podílely rychle rostoucí výdaje na krátkodobou spotřebu. K růstu spotřeby domácností však opět nezanedbatelně přispěly také výdaje za služby. Ve srovnání s předchozím čtvrtletím rostla reálná spotřeba domácností jen mírně pomalejším tempem. To bylo při pozorovaném zrychlení nominální spotřeby dáno výrazným zrychlením jejího deflátoru, v němž se mimo jiné promítal silný růst tržního nájemného.

Růst spotřeby domácností odrážel svižnou dynamiku hrubého disponibilního důchodu v prostředí nízkých úrokových sazeb. Zvyšování příjmů domácností nejvýrazněji podpořily, stejně jako v předchozích dvou letech, silně rostoucí mzdy a platy (Graf III.2.4). V prvním čtvrtletí se navíc dále zvýšily zisky podnikatelů a k růstu se vrátily důchody z vlastnictví.

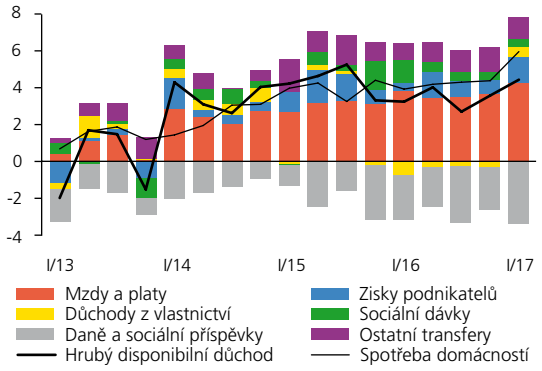
Nadále silná spotřebitelská důvěra podpoří růst spotřeby domácností také v nejbližším období. Na tomto hodnocení nic nemění ani mírné snížení indikátoru spotřebitelské důvěry v letních měsících, k němuž přispělo zejména mírně horší očekávání vývoje nezaměstnanosti (Graf III.2.5). Vzhledem k vývoji na trhu práce se však pravděpodobně jedná o pouze krátkodobý výkyv. O přetrvávajícím optimismu spotřebitelů svědčil také pokračující silný růst maloobchodních tržeb, a to jak v segmentu potravinářského, tak nepotravinářského zboží.

Příznivý vliv na zrychlení HDP měl nejen nárůst vládní spotřeby, ale také odeznění propadu vládních investic. Za zrychlením růstu spotřeby vlády stál v úvodu letošního roku opětovný nárůst mezispotřeby i náhrad zaměstnancům. Pokles vládních investic se zastavil v důsledku odeznění vlivu přechodu na čerpání fondů EU v novém programovém období. Na rychlé dočerpávání prostředků ze strukturálních fondů EU minulého programového období v roce 2015 totiž navázal jen velmi pozvolný náběh čerpání těchto fondů z nového období, mimo jiné také kvůli problémům s posouzením vlivu velkých infrastrukturních staveb na životní prostředí. Tento efekt vysoké srovnávací základny ale nyní po roce vyprchal. V souladu s tím se výrazně zmírnil pokles produkce v inženýrském stavitelství. Pozorovaný objem zadaných veřejných zakázek navíc indikuje návrat vládních investic k růstu v nejbližších čtvrtletích.

Graf III.2.4

DISPONIBILNÍ DŮCHOD

K setrvalému růstu disponibilního důchodu přispívá nejvíce rychle se zvyšující objem mezd a platů
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, běžné ceny, sezonně neočištěno)

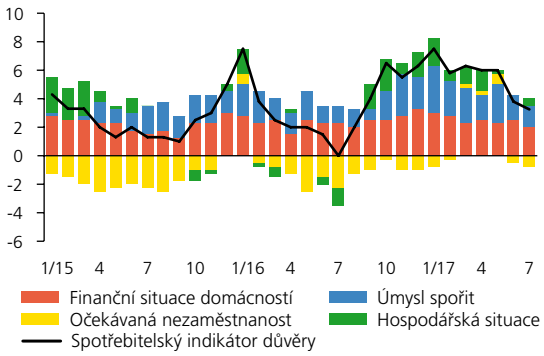


Poznámka: Zisky podnikatelů představují hrubý provozní přebytek a smíšený důchod.

Graf III.2.5

SALDO SPOTŘEBITELSKÉ DŮVĚRY

Důvěra spotřebitelů se mírně snížila vlivem zhoršeného očekávání vývoje nezaměstnanosti
(saldo je rozdíl v % mezi odpověďmi vyjadřujícími zlepšení a zhoršení očekávaných i probíhajících tendencí)

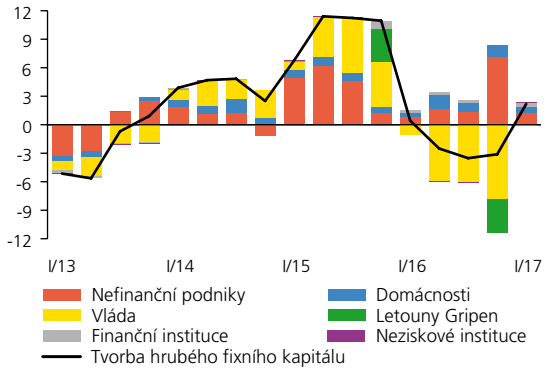


Poznámka: Jedná se o očekávání v horizontu 12 měsíců.

Graf III.2.6

INVESTICE PODLE SEKTORŮ

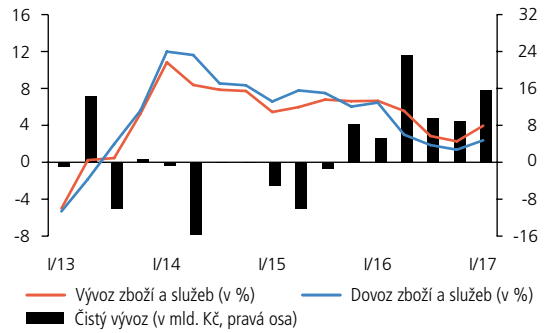
Propad vládních investic odezněl, růst investic nefinančních podniků pokračoval mírným tempem
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, stálé ceny, sezonně neočištěno)



Graf III.2.7

VÝVOZ A DOVOZ

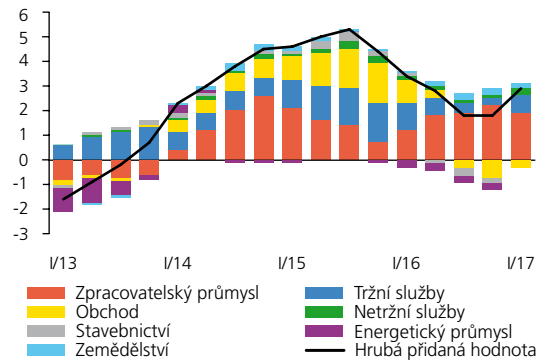
Růst čistého vývozu zrychlil při současném oživení dynamiky vývozu i dovozu
(meziroční změny v % a v mld. Kč, stálé ceny, sezonně očištěno)



Graf III.2.8

PODÍLY ODVĚTVÍ NA RŮSTU HPH

Na zrychlení růstu HPH se v prvním čtvrtletí 2017 podílel především sektor služeb
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, stálé ceny)

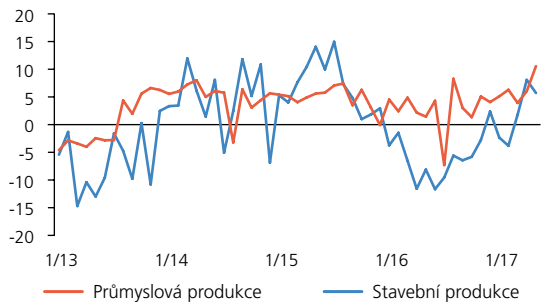


Poznámka: Obchod zahrnuje také ubytování, pohostinství a dopravu. Energetický průmysl zahrnuje také odvětví těžby a dobývání.

Graf III.2.9

PRŮMYSLOVÁ A STAVEBNÍ PRODUKCE

Růst průmyslové produkce v květnu výrazně oživil, zásluhou pozemního stavitelství roste po delší době také stavební produkce
(meziroční změny v %)



Investice nefinančních podniků meziročně rostly zejména v segmentu dopravních prostředků, strojů a zařízení (Graf III.2.6). Růst podnikových investic byl sice v prvním čtvrtletí o poznání slabší než v závěru loňského roku, z dlouhodobého pohledu se však jednalo pouze o návrat k růstové dynamice odpovídající vývoji zahraniční poptávky. Možnost opětovného zrychlení investiční aktivity nefinančních podniků nad aktuální úroveň však naznačují poslední výsledky šetření ČNB a Svazu průmyslu a dopravy. Ty signalizují výraznější nárůst investičních výdajů nefinančních podniků zejména v horizontu nejbližších 6 měsíců.

Pokračoval i růst investic domácností, i když jeho tempo zpomalilo. Nabídka nových bytů zůstává omezená, což v prostředí dynamického růstu úvěrů na bydlení vede k tlaku na silný růst cen nemovitostí. Již druhé čtvrtletí v řadě se nicméně zvyšuje počet staveb zahájených bytů.

Tvorba zásob – zejména materiálu a nedokončených výrobků – zůstala v meziročním srovnání beze změny. Zásoby se koncentrovaly především ve zpracovatelském průmyslu. Tento vývoj zhruba odpovídá aktuální pozici ekonomiky v cyklu.

Výraznější zrychlení vývozu než dovozu vedlo ke zvýšení příspěvku čistého vývozu k růstu HDP (Graf III.2.3). Meziroční nárůst čistého vývozu (Graf III.2.7) byl tažen především vývojem bilance zboží, kladně však přispěla také bilance služeb. Růst vývozu zrychlil v důsledku zvyšující se zahraniční poptávky, a to zejména po nových automobilech v západní Evropě. Znatelně však vzrostl také vývoz strojů a zařízení i vývoz služeb. Zpomalení vývozní dynamiky ve druhé polovině loňského roku tak bylo, v souladu s očekáváním ČNB, pouze dočasné. Zvýšení vývozní dynamiky společně s odezněním poklesu celkových investic vedlo zároveň k rychlejšímu růstu dovozů.

III.2.3 Produkční strana ekonomiky

V souladu se zrychlujícím růstem poptávky na začátku letošního roku zrychlil také růst hrubé přidané hodnoty. Ta v prvním čtvrtletí vzrostla o téměř 3 % (Graf III.2.8), přičemž zlepšení vykázala převážná většina odvětví. Nejvíce se zvýšil příspěvek sektoru služeb, negativní příspěvek energetického průmyslu a stavebnictví odezněl a odvětví obchodu, ubytování, pohostinství a dopravy brzdilo růst hrubé přidané hodnoty již jen mírně. Hlavním tahounem růstu hrubé přidané hodnoty zůstává i nadále zpracovatelský průmysl, a to i přesto, že jeho kladný příspěvek mírně poklesl.

Rychlejší růst hrubé přidané hodnoty byl doprovázen vyšším růstem průmyslové produkce. Ten v prvním čtvrtletí zrychlil k 5 % (Graf III.2.9), a to především v důsledku nárůstu produkce ve zpracovatelském průmyslu. Nejvíce se zvýšila výroba automobilů, kterou následovala výroba chemického, elektrotechnického a strojního průmyslu. K rychlejšímu růstu průmyslové produkce přispělo částečně

také zmírnění poklesu produkce v odvětví těžby a dobývání. Produkce energetického průmyslu nadále rostla, avšak pomalejším tempem. Dubnová i květnová data (růst o 6 %, resp. o 10,6 %) ukazují na další výrazné zrychlování dynamiky průmyslové produkce, což je v souladu s aktuálním nárůstem hodnoty nových průmyslových zakázek.

Nedostatek zaměstnanců je stále významnějším omezením výrobních možností průmyslových podniků. Přestože podle červencových výsledků konjukturálního průzkumu ČSÚ zůstává hlavní bariérou růstu průmyslové produkce nedostatečná poptávka (Graf III.2.10), vliv omezení ve formě nedostatku zaměstnanců je nejsilnější od počátku měření v roce 2005. Využití výrobních kapacit v průmyslu zůstává i nadále na hodnotách kolem 84 %.

Stavební produkce se v březnu vrátila po více než ročním propadu do kladných meziročních hodnot a dále svižně stoupala. Za tím stálo především výrazné zvýšení produkce pozemního stavitelství. Nízké čerpání evropských fondů, které bylo hlavní příčinou poklesu ve stavebnictví v loňském roce, postupně odeznívá. Pokles inženýrského stavebnictví se díky tomu v dosavadním průběhu roku výrazně zmírnil, stále však plně neodezněl.

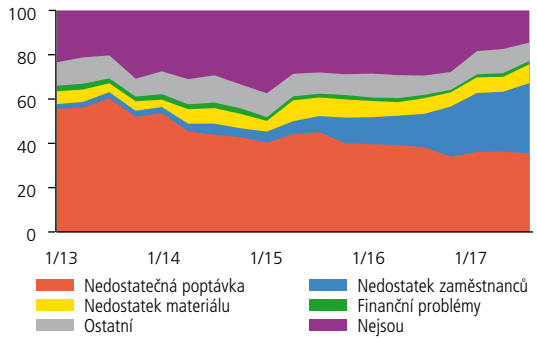
Podnikatelská důvěra zůstává na vysoké úrovni. Pozitivní hodnocení situace převažuje u podnikatelů v průmyslu, obchodu a službách (Graf III.2.11). Aktuální oživení stavební produkce navíc vede k postupnému zmírňování pesimistické nálady ve stavebnictví, které se po dlouhou dobu potýkalo s klesající poptávkou.

Pokračující růst poptávky přispěl k dalšímu výraznému zlepšení výsledků hospodaření nefinančních podniků. Přes nadále silný růst mzdových nákladů a markantní zrychlení výkonové spotřeby vzrostl hrubý provozní přebytek nefinančních podniků v prvním čtvrtletí o 14,5 % (Graf III.2.12). K tomu došlo především v důsledku výrazného růstu výkonů při poklesu jejich mzdové náročnosti. V souladu s tím zrychlil také růst účetní přidané hodnoty.

Graf III.2.10

BARIÉRY RŮSTU V PRŮMYSLU

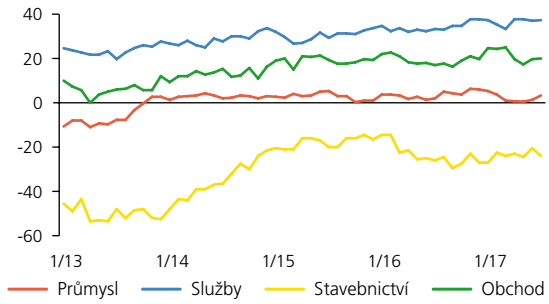
Vliv nedostatku zaměstnanců jakožto bariéry růstu průmyslové produkce se dále zvýšil
(v %)



Graf III.2.11

SALDA PODNIKATELSKÉ DŮVĚRY

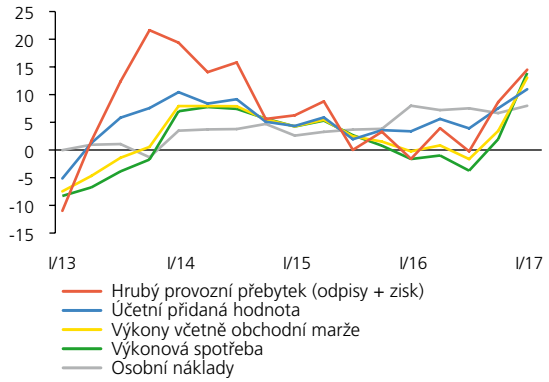
Podnikatelská důvěra zůstává s výjimkou stavebnictví nadále pozitivní, i když v průmyslu a obchodu se mírně snížila
(saldo je rozdíl v % mezi odpověďmi vyjadřujícími zlepšení a zhoršení očekávaných i probíhajících tendencí)



Graf III.2.12

ZÁKLADNÍ UKAZATELE HOSPODAŘENÍ

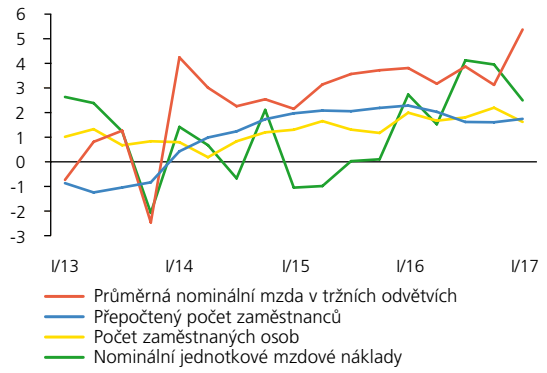
Hrubý provozní přebytek nefinančních podniků se výrazně zvýšil
(meziroční změny v %)



Graf III.3.1

INDIKÁTORY TRHU PRÁCE

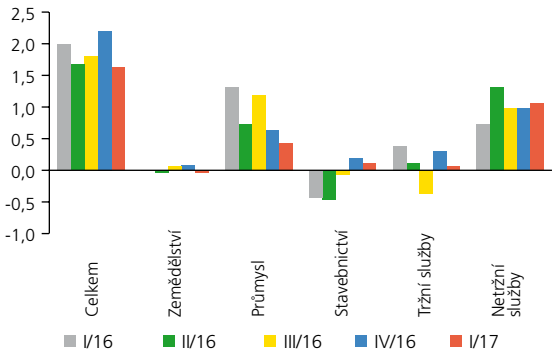
Mzdová dynamika v prvním čtvrtletí 2017 výrazně zrychlila
(meziroční změny v %)



Graf III.3.2

ZAMĚSTNANOST PODLE ODVĚTVÍ

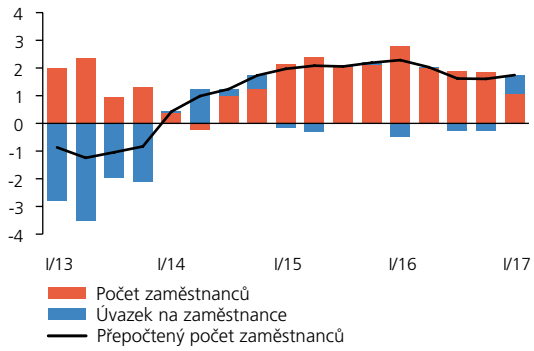
K růstu zaměstnanosti přispěly téměř výhradně netržní služby a průmysl
(příspěvky v procentních bodech k meziroční změně, vybraná odvětví, pramen: VŠPS)



Graf III.3.3

PŘEPOČTENÝ POČET ZAMĚSTNANCŮ

Zvyšování počtu zaměstnanců bylo doprovázeno obnoveným růstem průměrné délky úvazku
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



III.3 TRH PRÁCE

Pokračující ekonomický růst vedl k dalšímu znatelnému zvýšení zaměstnanosti, které stlačilo míru nezaměstnanosti na historicky nejnižší hodnoty. Podniky zaplňují svá volná pracovní místa stále obtížněji, neboť zvyšování pracovní síly není z pohledu poptávky po práci dostatečné. Tím sílí tlak na růst mezd, což bylo v prvním čtvrtletí podpořeno i zvýšením minimální mzdy. Dynamika průměrné mzdy v tržních odvětvích skokově akcelerovala nad 5 % a předstihla tak mzdový růst v netržních odvětvích. Tempo národohospodářské produktivity práce v prvním čtvrtletí rovněž znatelně zrychlilo, což i při výraznějším růstu objemu mezd a platů vedlo ke zvolnění dynamiky nominálních jednotkových mzdových nákladů.

III.3.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost

Pozitivní vývoj ekonomiky vedl k pokračujícímu růstu zaměstnanosti. Z hlediska struktury zaměstnanosti přispělo k jejímu meziročnímu růstu (o 1,6 % v prvním čtvrtletí 2017; Graf III.3.1) zejména zvyšování počtu zaměstnanců. Zároveň ale výrazně vzrostl i počet podnikatelů bez zaměstnanců. Z pohledu věkové struktury se na růstu zaměstnanosti zhruba ze 40 % podílela skupina zaměstnanců ve věku 60 a více let, na jejichž ekonomickou aktivitu působilo vedle růstu poptávky po práci rovněž pokračující zvyšování důchodového věku. Stejný příspěvek měla i věková skupina 45 až 59 let, kde byla rostoucí zaměstnanost přibližně z jedné poloviny spojena s poklesem počtu nezaměstnaných.

Ke zvyšování zaměstnanosti přispěl nejvíce sektor netržních služeb (Graf III.3.2). Silný růst zaměstnanosti zde byl tažen zejména odvětvím vzdělávání a zdravotnictví. Naopak v tržních službách počet zaměstnaných takřka stagnoval. Stejně jako v předchozím čtvrtletí se zaměstnanost v této části ekonomiky výrazně zvyšovala v profesních, vědeckých a technických činnostech. Na druhé straně pokračoval její pokles především v ubytování a stravování a dále pak v obchodu. Oproti předchozímu čtvrtletí zvolnil růst zaměstnanosti v průmyslu.

Pokračující zvyšování přepočteného počtu zaměstnanců podpořil po velmi dlouhé době také nárůst průměrného úvazku. Ten se v prvním čtvrtletí zvýšil meziročně o 0,7 %, a to i přesto, že kratší úvazky měly nadále výrazný podíl na růstu zaměstnanosti. Podle statistiky ISPV v prvním čtvrtletí 2017 průměrný počet odpracovaných hodin meziročně vzrostl o 2,3 %. Celkově přepočtený počet zaměstnanců vzrostl meziročně o 1,7 % (Graf III.3.3), a to především vlivem vývoje ve zpracovatelském průmyslu.

Silný růst zaměstnanosti stlačil míru nezaměstnanosti k historicky nejnižším hodnotám (Graf III.3.4). Česká míra nezaměstnanosti je tak nadále nejnižší ze všech zemí EU (v květnu 3 %). Tento vývoj byl přitom tažen zejména poklesem počtu dlouhodobě nezaměstnaných. Rostoucí pracovní síla spolu s dlouhodobě se snižující populací

ve věkové skupině 15–64 let vedly ke zvýšení míry ekonomické aktivity. Ta vzrostla na rekordních téměř 76 %. Podíl nezaměstnaných osob se snižoval průběžně celé druhé čtvrtletí, a to při souběhu pokračujícího poklesu počtu dosažitelných uchazečů o zaměstnání a mírného poklesu populace v dané věkové skupině.

Příznivý výhled ekonomického vývoje vede k pokračujícímu výraznému zvyšování poptávky po pracovní síle. Počet volných pracovních míst v červnu překonal 170 tisíc, z čehož zhruba čtvrtina spadala do odvětví zpracovatelského průmyslu. Další významnou část volných pracovních míst nabízela odvětví obchodu a stavebnictví. Z hlediska kvalifikační struktury byla i nadále nejvyšší nabídka zaměstnání pro řemeslníky a opraváře, obsluhu strojů a zařízení a pomocné a nekvalifikované pracovníky – v součtu více než dvě třetiny všech volných pracovních míst. Solidní ekonomický růst vede zároveň ke znatelnému poklesu počtu nezaměstnaných. K výraznému snížení došlo zejména u dlouhodobě nezaměstnaných osob registrovaných na Úřadu práce, jejichž počet v červnu meziročně poklesl o více než 45 tisíc na přibližně 115 tisíc osob. Optikou Beveridgeovy křivky odpovídá aktuální vývoj na trhu práce z hlediska počtu nezaměstnaných situaci z dubna roku 2008 (Graf III.3.5), avšak při již znatelně vyšším počtu volných pracovních míst. Zároveň je nyní výrazně vyšší úroveň zaměstnanosti a pracovní síly i mírně vyšší jádrová inflace, která je však ovlivněna také některými jednorázovými faktory.

III.3.2 Mzdy a produktivita

Silný růst ekonomické aktivity spolu se zvýšením minimální mzdy přinesly znatelný nárůst průměrné mzdy. Výrazný růst výdělků přitom zaznamenala tržní i netržní odvětví. V tržních odvětvích se mzdy meziročně zvýšily o 5,4 %. Mzdový růst zrychlil zejména ve službách. Ve srovnání se závěrem loňského roku rostly výrazněji také mzdy v průmyslu. Vedle robustního růstu ekonomiky přispělo ke zvyšování průměrné mzdy rovněž lednové navýšení minimální mzdy (z 9 900 Kč na 11 000 Kč), které se projevilo mimo jiné v téměř 12% růstu mezd v ubytování, stravování a pohostinství. Dynamika mezd v netržních odvětvích naopak zvolnila, nadále se však držela nad 5 %. Tento vývoj byl dán pozvolnějším růstem mezd zejména ve vzdělávání, v menší míře pak rovněž ve veřejné správě a obraně. Další zesílení růstu mezd v tržních odvětvích v průběhu druhého čtvrtletí naznačují měsíční data z průmyslu.

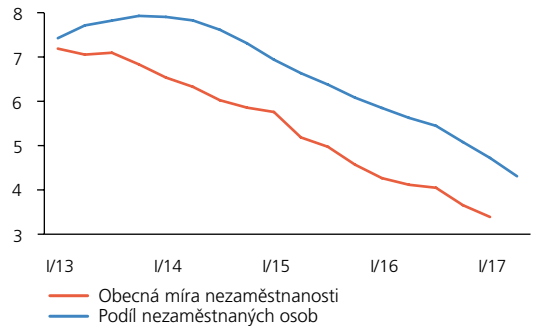
Růst produktivity práce akceleroval díky zrychlenému tempu HDP při zvolnění dynamiky zaměstnanosti. Produktivita práce se v prvním čtvrtletí meziročně zvýšila o 2,5 % (Graf III.3.6).[24] Na rozdíl

24 Celková národohospodářská produktivita je vypočtena jako podíl sezonně neočištěného HDP a zaměstnanosti (tedy včetně vlivu daní z produktů a dotací na produkty). Produktivita práce v jednotlivých odvětvích je propočtena jako podíl hrubé přidané hodnoty a zaměstnanosti (tedy bez vlivu daní z produktů a dotací na produkty).

Graf III.3.4

UKAZATELE NEZAMĚSTNANOSTI

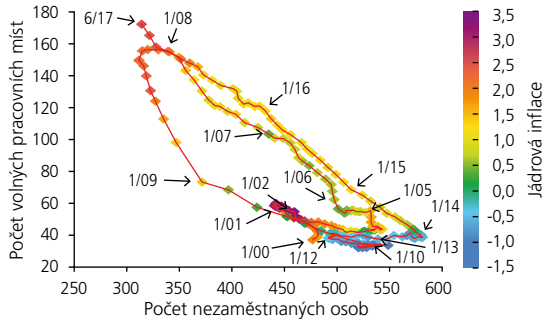
Obecná míra nezaměstnanosti dále prohlubuje své historické minimum
(v %, sezonně očištěno, pramen: MPSV, ČSÚ)



Graf III.3.5

BEVERIDGEOVA KŘIVKA

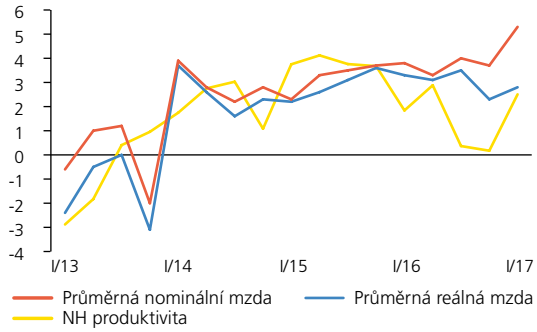
Počet nezaměstnaných plynule klesal, přičemž počet volných pracovních míst dosáhl rekordně vysokých hodnot
(počty v tisících, sezonně očištěno, u jádrové inflace meziroční změny v %, pramen: MPSV, ČSÚ)



Graf III.3.6

PRŮMĚRNÁ MZDA A NH PRODUKTIVITA

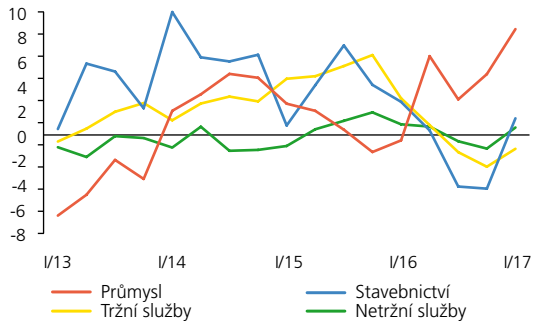
Silný růst mezd byl doprovázen zrychlující dynamikou produktivity práce
(meziroční změny v %)



Graf III.3.7

VÝVOJ PRODUKTIVITY V ODVĚTVÍCH

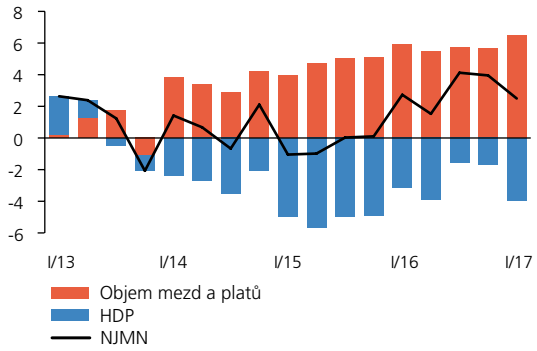
Růst národohospodářské produktivity práce táhl především vývoj v průmyslu
(meziroční změny v %)



Graf III.3.8

MZDOVÁ NÁROČNOST PRODUKTU

Zpomalení dynamiky NJMN v prvním čtvrtletí odráželo zrychlení ekonomické aktivity, které předčilo zesílení růstu objemu mezd a platů
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



od druhé poloviny loňského roku, ve které byl růst produktivity práce značně utlumený, se její dynamika zlepšila ve všech sledovaných odvětvích. Ve stavebnictví a v netržních službách odezněl její pokles z druhé poloviny roku 2016 a v tržních službách se její pokles zmírnil. V průmyslu růst produktivity práce akceleroval téměř k 9 %, přičemž byl silný nárůst přidané hodnoty doprovázen slabým poklesem počtu zaměstnaných osob v tomto odvětví dle statistiky národních účtů (Graf III.3.7).

Zrychlení růstu produktivity práce se projevilo v oslabení dynamiky nominálních jednotkových mzdových nákladů. Ačkoliv objem mezd a platů nadále rychle rostl, dynamika NJMN zvolnila na 2,5 % (Graf III.3.8). Napříč jednotlivými odvětvími byl však její vývoj velmi různorodý. Mzdové náklady na jednotku výroby rostly nejvýrazněji ve službách, znatelně pomaleji se zvyšovaly ve stavebnictví. V průmyslu, kde růst produktivity převážil nad růstem mezd, naopak NJMN klesaly.

III.4 FINANČNÍ A MĚNOVÝ VÝVOJ

ČNB na mimořádném měnovém zasedání bankovní rady začátkem dubna ukončila svůj kurzový závazek. Od té doby koruna postupně posilovala. Měnověpolitické úrokové sazby přitom ČNB ponechala na úrovni technické nuly do začátku srpna, kdy je poprvé od února 2008 zvýšila. Úrokové sazby PRIBOR setrvaly na historicky nejnižších hodnotách ve všech splatnostech. Výnosy státních dluhopisů se zvýšily a v záporných hodnotách se pohybovaly již jen u splatností do tří let. To se začalo promítat do růstu klientských úrokových sazeb z hypoték s delší fixací. Robustní růst úvěrů pokračoval ve všech segmentech trhu. K růstu nejvýrazněji přispívala poptávka domácností po úvěrech na bydlení. V kombinaci s přílivem zahraničního kapitálu zaznamenaným před koncem kurzového závazku to vedlo ke zrychlení míry růstu peněžního agregátu M3.

III.4.1 Měnová politika a úrokové sazby

Na svém mimořádném měnovém zasedání dne 6. dubna 2017 bankovní rada ukončila kurzový závazek ČNB. Toto rozhodnutí bylo prvním krokem k postupnému návratu celkových měnových podmínek k normálu.[25]

Měnověpolitické úrokové sazby přitom zůstaly nezměněny na tzv. technické nule do začátku srpna.[26] Dlouhodobě nízké sazby ČNB se v posledních letech promítaly do výše úrokových sazeb na finančním trhu a následně i do klientských úrokových sazeb.

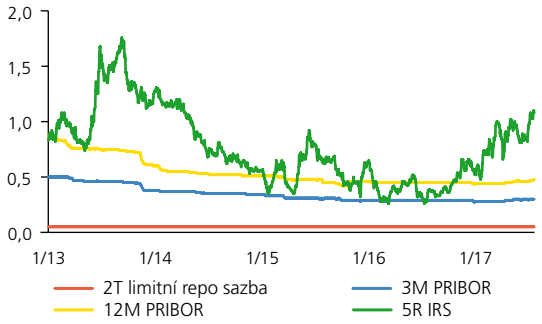
Úrokové sazby PRIBOR se nadále udržovaly na historicky nejnižších hodnotách ve všech splatnostech (Graf III.4.1). Odrážely tak nastavení měnověpolitických sazeb ČNB na technicky nulové úrovni a očekávání jejich jenom pozvolného růstu v následujících čtvrtletích. Průměrná sazba 3M PRIBOR zůstala ve druhém čtvrtletí v souladu s předpokladem minulé prognózy stabilní na úrovni 0,3 %. Prémie na peněžním trhu měřená rozpětím mezi sazbou 3M PRIBOR a 2T repo sazbou setrvala zhruba na čtvrtině procentního bodu. Také sazba 12M PRIBOR nezaznamenala téměř žádný posun. Derivátové sazby FRA se postupně zvyšovaly, přičemž hlavním důvodem byla sílící očekávání ohledně růstu základních sazeb ČNB. Křivka očekávaných tržních 3M sazeb tak získala mírně rostoucí sklon.

Domácí úrokové sazby s delší splatností (IRS) se celkově mírně zvýšily při protisměrném působení řady vlivů. Z domácích faktorů byla významná zejména komunikace možného zvýšení úrokových sazeb ČNB ve třetím čtvrtletí 2017. Do zahraničních sazeb se vedle politických faktorů (volby ve Francii, klesající očekávání ohledně prosazení slibovaných stimulačních opatření v USA) promítalo snížení ceny ropy Brent pod

Graf III.4.1

ÚROKOVÉ SAZBY

Úrokové sazby na peněžním trhu setrvaly na historicky nejnižších hodnotách, sazby IRS s delší splatností vzrostly
(v %)



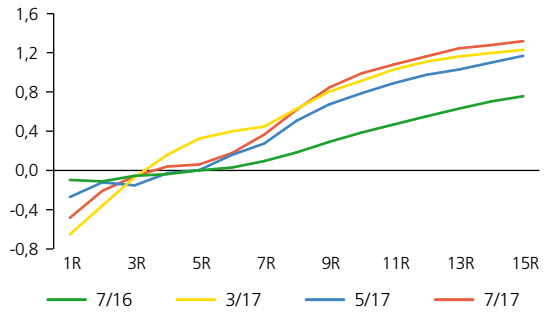
25 Viz BOX 1 ve Zprávě o inflaci II/2017.

26 S účinností od 4. 8. 2017 je limitní úroková sazba pro dvoutýdenní repo operace nastavena na úrovni 0,25 % a lombardní sazba na 0,50 %, diskontní sazba byla ponechána na 0,05 %.

Graf III.4.2

VÝNOSOVÁ KŘIVKA STÁTNÍCH DLUHOPISŮ

Výnosy se zvýšily ve většině splatností, v záporných hodnotách se pohybují již jen na nejkratším konci křivky
(v %)

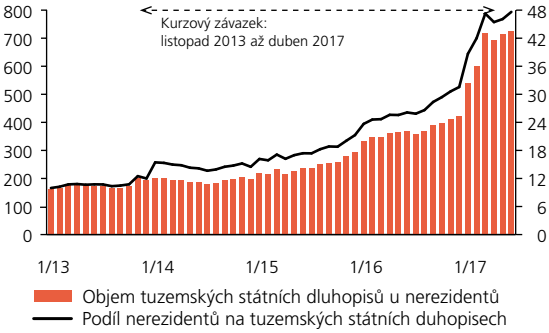


50 USD/barel a červnové zasedání ECB (zachování uvolněných měnových podmínek v eurozóně, snížená prognóza inflace). V opačném směru působil pozitivní ekonomický vývoj v eurozóně včetně předstihových ukazatelů (PMI, Ifo) a v polovině června realizované zpřísnění měnové politiky Fedu. Celkově se domácí sazby IRS od začátku dubna zvýšily o 0,2–0,3 procentního bodu (Graf III.4.1). Obdobně se vyvíjely výnosy tuzemských státních dluhopisů. K jejich růstu navíc přispěli zahraniční investoři prodeji svých korunových aktiv po ukončení kurzového závazku, i když v souhrnu tyto prodeje nebyly nijak masivní (blíže viz BOX 2 níže). Výnosová křivka státních dluhopisů se tak posunula výše a v záporných hodnotách se pohybovala již jen do splatnosti 3R (Graf III.4.2).

Graf 1 (BOX)

DRŽBA TUZEMSKÝCH STÁTNÍCH DLUHOPISŮ NEREZIDENTY

S blížícím se koncem kurzového závazku se počátkem roku 2017 zvýšil zájem zahraničních investorů o tuzemské státní dluhopisy
(objem v mld. Kč, podíl v % – pravá osa, pramen: MF ČR)



BOX 2
VÝVOJ NA TRHU DOMÁCÍCH STÁTNÍCH DLUHOPISŮ V OBDOBÍ PLATNOSTI KURZOVÉHO ZÁVAZKU A PO JEHO UKONČENÍ

Vývoj na světových trzích státních dluhopisů byl v posledních letech ovlivněn bezprecedentním uvolňováním měnové politiky. Ve většině ekonomicky vyspělých zemí tak došlo k posunu výnosů u kratších splatností do záporných hodnot. Tento box popisuje, k jakým změnám došlo na domácím trhu státních dluhopisů a jak se na něm promítlo používání kurzového závazku.

V období platnosti kurzového závazku výrazně vzrostl objem státních dluhopisů v rukou zahraničních investorů. Na devizovém trhu v té době dominoval zájem o dlouhé korunové pozice v očekávání budoucího posílení kurzu koruny. Značná část těchto pozic byla vytvořena pomocí derivátových obchodů, jako jsou cross currency basis swapy a FX swapy. Tyto pozice otevíraly zejména zahraniční subjekty spekulující na posílení koruny po opuštění kurzového závazku (hedge fondy a real money klienti) nebo subjekty z domácí reálné ekonomiky zajišťující se proti posilování koruny (vývozci). To vytvářelo distorzi na trhu těchto derivátů, jejichž cena v korunovém vyjádření rostla a jejich implikovaný korunový výnos se tedy posouval do zápornějších hodnot. Tato distorze současně znamenala, že odpovídajícím způsobem rostl implikovaný výnos vyjádřený v cizí měně. Takový vývoj pak přitahoval další skupinu investorů, např. zahraniční správce aktiv. Ti využívali této situace ke kurzově zajištěné investici do korunových aktiv včetně českých vládních cenných papírů. V prostředí velmi nízkých (i záporných) výnosů v zemích eurozóny v důsledku kvantitativního uvolňování ECB se tak snažili umístit prostředky do operací s kladným eurovým výnosem. V důsledku toho se zvyšovala držba střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v rukou nerezidentů s tím, že vrcholu dosáhla těsně před ukončením kurzového závazku (Graf 1). V tomto období se také podstatně zvýšily zobchodované objemy dluhopisů.

Nicméně ani po ukončení kurzového závazku se objem dluhopisů držených nerezidenty nesnížil, k čemuž přispěl i jeden „institucionální" vliv.[27]

Výrazný zahraniční zájem o domácí dluhopisy přispěl k tomu, že se jejich výnosová křivka zčásti posunula do záporných hodnot. Tento faktor převažoval na kratším konci křivky. Domácí investoři (např. penzijní fondy) se proto ve snaze dosahovat i nadále kladného výnosu soustředili na nákupy českých vládních dluhopisů s delší splatností či jiných instrumentů finančního trhu. K dalším faktorům uvedeného posunu výnosové křivky patřily pozitivní vývoj veřejných rozpočtů a s tím související nižší nabídka dluhopisů, nízká inflace a stabilní úvěrové hodnocení ČR.

Nízkých, resp. záporných výnosů využívalo ministerstvo financí v primárních aukcích státních dluhopisů (Graf 2). Poprvé v historii byl záporný výnos dosažen v srpnu 2015. I přesto poptávka v jednotlivých aukcích zůstala vysoká, a to zejména ze strany zahraničních investorů. Jejich podíl na úpisu emisí tuzemských státních dluhopisů se postupně zvyšoval. V letech 2015 a 2016 dosahoval v průměru 47 %, v prvním pololetí letošního roku činil již 55 %. Snaha využít nízkých výnosů vedla k tomu, že MF předfinancovalo své potřeby; v první polovině letošního roku emitovalo dluhopisy v objemu téměř 130 mld. Kč, tj. přes 80 % původně plánované minimální výše emisí na domácím trhu za rok 2017.[28] Současně se průměrná doba do splatnosti zkrátila pod 5 let, protože MF se soustředilo na kratší splatnosti se zápornými výnosy.

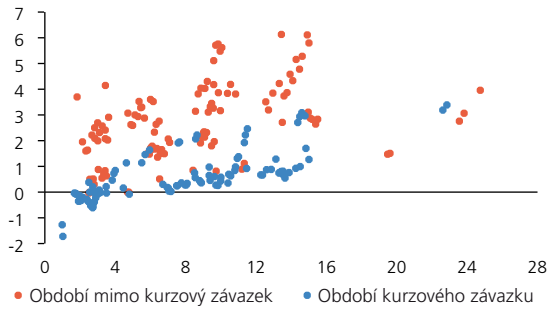
Po ukončení kurzového závazku se výnosová křivka posunula výše, její kratší konec však zůstal v lehce záporných hodnotách. Zvýšení výnosů částečně souviselo s tím, že zahraniční investoři začali prodávat svá korunová aktiva, současně měl vliv i vývoj na zahraničních trzích (zvýšení sazeb v USA, zlepšený výhled ekonomické aktivity v eurozóně a zvýšená inflační očekávání). Na sekundárním trhu se objemy obchodů vrátily ke svému dlouhodobému průměru (Graf 3). V primárních aukcích MF již nedosahovalo záporných výnosů, znatelně proto omezilo objem nabízených dluhopisů, úměrně tomu se snížila i poptávka primárních dealerů a průměrný prodaný objem. Naopak ve větší míře byly emitovány státní pokladniční poukázky se splatností do jednoho roku, u kterých se výnosy nadále udržovaly pod nulou.

Graf 2 (BOX)

PRŮMĚRNÉ VÝNOSY DOSAŽENÉ V PRIMÁRNÍCH AUKCÍCH TUZEMSKÝCH STÁTNÍCH DLUHOPISŮ

Poptávka po dluhopisech stlačila výnosy v primárních aukcích pro kratší splatnosti až do záporu

(horizontální osa – doba do splatnosti v letech, vertikální osa – průměrný výnos v primární aukci v %, období leden 2009 až červen 2017)

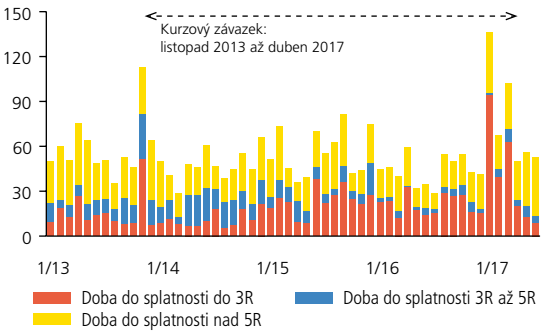


Graf 3 (BOX)

OBJEMY OBCHODŮ S DOMÁCÍMI STÁTNÍMI DLUHOPISY

Objemy obchodů se státními dluhopisy se zvýšily na počátku roku 2017, tedy s blížícím se koncem kurzového závazku, po jeho ukončení opět klesly

(měsíční objem v mld. Kč, pramen: Burza cenných papírů Praha)



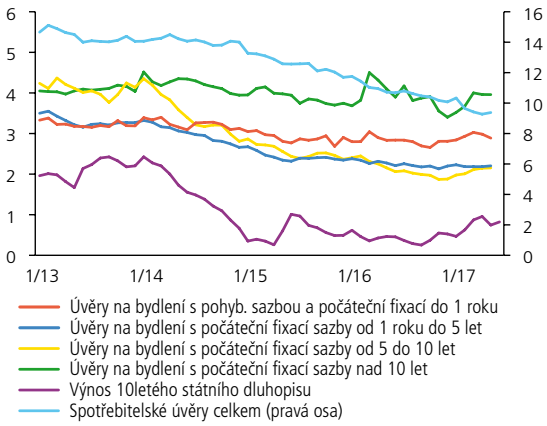
27 Investiční banka J.P. Morgan s účinností od konce dubna 2017 přeřadila české dluhopisy z indexů rozvinutých zemí do indexů rozvíjejících se zemí, protože hrubý národní příjem ČR na hlavu v dolarovém vyjádření zůstal tři roky po sobě pod hranicí vyžadovanou pro rozvinuté trhy. Vzhledem k tomu, že váha českých dluhových cenných papírů je v indexech rozvojových zemí větší, než tomu bylo v případě indexů rozvinutých zemí, zvýšila se poptávka po českých dluhopisech. Tento faktor částečně vytvořil protistranu pro uzavírání korunových dluhopisových pozic vybudovaných během platnosti kurzového závazku.

28 Na konci června MF aktualizovalo Strategii financování a řízení státního dluhu na letošní rok, ve které byla minimální výše emisí navýšena ze 150 mld. Kč na 180 mld. Kč.

Graf III.4.3

ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ DOMÁCNOSTEM

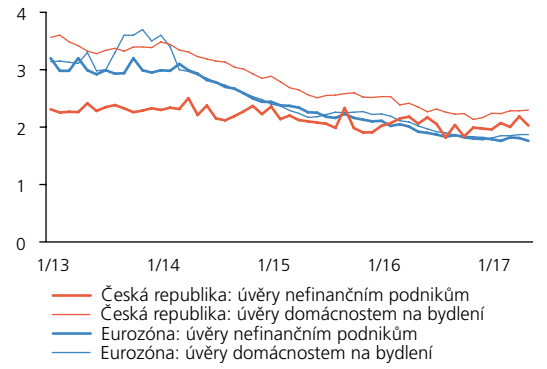
Úrokové sazby z úvěrů na bydlení s delšími fixacemi slabě vzrostly, sazba ze spotřebitelských úvěrů klesla na historické minimum
(nové obchody, v %)



Graf III.4.4

KLIENTSKÉ ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ V ČR A EUROZÓNĚ

Úrokové sazby z úvěrů na bydlení i z podnikových úvěrů se v ČR mírně zvýšily, obdobný vývoj byl v eurozóně zaznamenán u sazby z úvěrů na bydlení
(celkové náklady úvěrů vyjádřené ukazatelem *cost of borrowing*, nové obchody, v %)



I přes znatelné snížení poptávky pokračoval na primárním trhu státních dluhopisů její převis nad nabídkou. Po ukončení kurzového závazku nabízelo Ministerstvo financí na primárním trhu do aukcí méně dluhopisů, rovněž poptávka investorů (včetně zahraničních) se znatelně snížila. V primárních aukcích nicméně i nadále docházelo k převisu poptávky, a to především u dluhopisů s kratšími splatnostmi. Průměrná hodnota ukazatele *bid-to-cover* ratio činila 1,6. Od začátku dubna se uskutečnilo jedenáct aukcí dluhopisů s pevným kuponem. Celkový objem emitovaných dluhopisů dosáhl 22,8 mld. Kč.

Růst výnosů státních dluhopisů se promítl do zvýšení úrokové sazby z hypoték s delší fixací (Graf III.4.3). Vzhledem k pozorované velké citlivosti poptávky na úrokovou sazbu ale přistupují banky ke zdražování úvěrů na bydlení opatrně. Celkově je proto růst sazeb u nových hypoték velmi mírný, přičemž rozdíl květnových hodnot oproti historickému minimu z listopadu loňského roku činil jen 0,2 procentního bodu. Sazba z nových hypoték s nejběžnější fixací od 1 roku do 5 let se držela v dosavadním průběhu roku na úrovni 2,2 %. V důsledku makroobezřetnostních opatření ČNB začaly nicméně banky zvyšovat sazby z hypoték s vyššími hodnotami LTV.

Klientské úrokové sazby z podnikových úvěrů se ve druhém čtvrtletí pohybovaly lehce nad 2 %. Rozpětí klientských sazeb z úvěrů soukromému sektoru v ČR a eurozóně přitom dosáhlo v průměru 0,3 procentního bodu. Výjimkou byly spotřebitelské úvěry, kde i přes pokles úrokových sazeb pod úroveň 10 % (Graf III.4.4) činil rozdíl ve srovnání s eurozónou téměř 5 procentních bodů. Reálné klientské úrokové sazby z úvěrů podnikům a domácnostem na bydlení zůstávají vlivem zvýšené inflace záporné a signalizují výrazné uvolnění měnových podmínek.

Náklady financování bank se nadále drží na velmi nízké úrovni. Mezibankovní úroková sazba 3M PRIBOR v průběhu druhého čtvrtletí nepřesáhla 0,3 %. Úrokové sazby z vkladů domácností se pohybovaly rekordně nízko kolem 0,2 % a u nefinančních podniků byly téměř nulové. Zvýšení výnosů státních dluhopisů se tak do sazeb na vkladových účtech promítá jenom zvolna, a to prostřednictvím zvýšení úrokových sazeb na málo využívaných termínovaných vkladech.

III.4.2 Měnový kurz

Od ukončení kurzového závazku ČNB koruna postupně posiluje. Průměrná hodnota kurzu ve druhém čtvrtletí činila 26,53 CZK/EUR, což představuje meziroční zhodnocení koruny o 1,9 %. K poslednímu červnovému dni přitom dosahovalo její meziroční posílení již 3,4 %. V polovině července se pak kurz koruny pohyboval jen lehce nad úrovní 26 CZK/EUR (Graf III.4.5).

Trendové posilování doposud přerušovaly jen občasné drobné korekce. Ty byly způsobeny nejčastěji výraznějším posílením eura na světových trzích, případně kratšími epizodami, kdy se část

investorů držících korunová aktiva rozhodla vybrat zisky. Tak tomu bylo například ve druhé červnové dekádě poté, co koruna posílila pod 26,20 CZK/EUR. V téže době se rovněž několik členů bankovní rady ČNB vyjádřilo v tom smyslu, že pozorované tempo posilování kurzu koruny může oddálit zvýšení úrokových sazeb. To si finanční trhy vyložily jako výrazně holubičí rétoriku a zpevňování koruny se na krátkou dobu zastavilo. V závěru června však začala koruna opět posilovat, když guvernér ČNB na tiskové konferenci konané po měnověpolitickém zasedání uvedl, že předpoklady prognózy se naplňují, a růst sazeb je tak pravděpodobný již ve třetím čtvrtletí tohoto roku.

Od ukončení kurzového závazku je vývoj kurzu koruny ponechán volnému působení nabídky a poptávky. ČNB tak naposledy intervenovala na devizovém trhu v prvních šesti dubnových dnech, a to v celkovém objemu cca 17,5 mld. Kč. V případě potřeby je nicméně připravena zmírňovat možné nadměrné kurzové výkyvy svými nástroji.

Faktorem posilování koruny je rozdíl mezi ekonomickým vývojem a návazně měnovou politikou v ČR a v eurozóně. Zatímco měnová politika ČNB nastoupila ukončením kurzového závazku cestu k neutrálnímu nastavení, ECB zápornými úrokovými sazbami a pokračujícím programem nákupu aktiv udržuje měnové podmínky v eurozóně nadále výrazně uvolněné. Lze přitom předpokládat, že divergence měnových politik v následujících čtvrtletích ještě zesílí. Analytici totiž očekávají, že ČNB přistoupí ke zvyšování úrokových sazeb již v příštích měsících, zatímco ECB nejdříve v průběhu roku 2018.

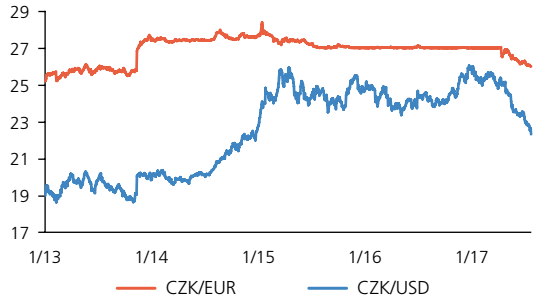
Výsledkem výrazně uvolněné měnové politiky ECB je kladný krátkodobý úrokový diferenciál koruny vůči euru. Rozdíl mezi sazbami peněžního trhu 3M PRIBOR a 3M EURIBOR se i ve druhém čtvrtletí pohyboval lehce nad 0,6 procentního bodu a téže výše dosahoval rovněž v první polovině července (Graf III.4.6). Naproti tomu záporný krátkodobý úrokový diferenciál koruny vůči dolaru se v důsledku zvyšování sazeb Fedu dále prohlubuje. Aktuálně jsou tak 3M referenční sazby od sebe vzdáleny už o celý 1 procentní bod.

Také vůči dolaru koruna posiluje, a to již od počátku roku, přičemž od dubna se tempo jejího zhodnocování ještě zvýšilo. Ve směru posilování působily v průběhu druhého čtvrtletí současně dva faktory: jednak posilování koruny vůči euru po opuštění kurzového závazku ČNB, jednak zprávy z americké ekonomiky, které vedly k oslabování dolaru na světových trzích. V průběhu minulého čtvrtletí byla zveřejněna řada horších než očekávaných dat z reálné ekonomiky Spojených států. Zároveň trh korigoval svůj optimistický názor na budoucí vývoj americké ekonomiky, protože docházelo k vystřízlivění z velkých očekávání, jež finanční trhy původně vkládaly do plánované hospodářské politiky D. Trumpa. Od začátku dubna do konce června tak koruna k dolaru posílila o 9,2 %. Průměrný kurz ve druhém čtvrtletí činil 24,1 CZK/USD. V meziročním srovnání tak koruna vůči dolaru ještě nepatrně oslabila (Graf III.4.5). Na konci druhé červencové dekády se kurz koruny vůči dolaru pohyboval již kolem 22,6 CZK/USD.

Graf III.4.5

MĚNOVÝ KURZ CZK/EUR A CZK/USD

Koruna od ukončení kurzového závazku ČNB posiluje jak vůči euru, tak vůči dolaru

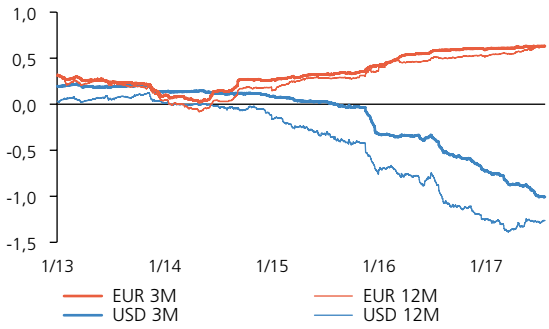


Graf III.4.6

ÚROKOVÉ DIFERENCIÁLY

Kladné úrokové diferenciály koruny vůči euru se nezměnily, vůči dolaru se jejich záporné hodnoty dále prohlubují

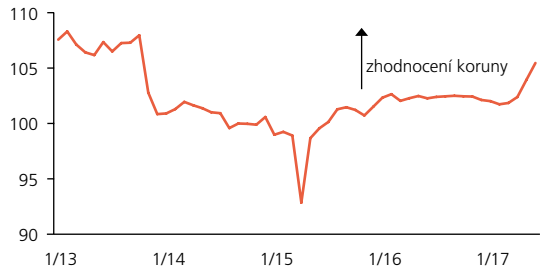
(v procentních bodech)



Graf III.4.7

NOMINÁLNÍ EFEKTIVNÍ KURZ KORUNY

Koruna v efektivním vyjádření meziročně posílila, zásadním faktorem přitom bylo její posílení vůči euru
(bazický index, rok 2015 = 100)

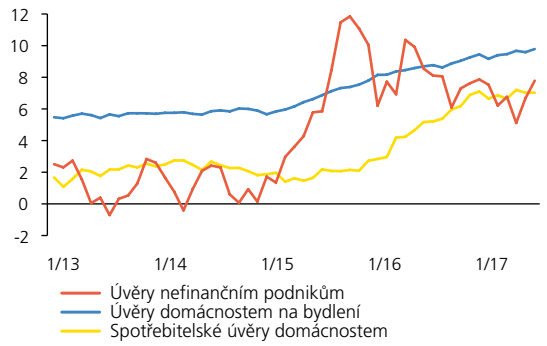


Poznámka: Při výpočtu nominálního efektivního kurzu koruny (NEER) má největší podíl v koši měn euro (64,3 %), menší – avšak stále významné – podíly (7,8 až 2,6 %) mají dále čínský renminbi, polský zlotý, britská libra, maďarský forint, americký dolar a ruský rubl. Podíly zbývajících šesti měn se pohybují mezi 1,4 a 0,9 %. Použitá varianta výpočtu vah (uplatňovaná MMF) zahrnuje všechny skupiny SITC.

Graf III.4.8

ÚVĚRY SOUKROMÉMU SEKTORU

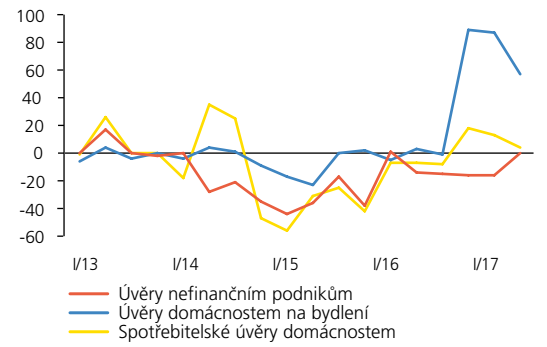
Robustní růst úvěrů pokračoval ve všech segmentech úvěrového trhu, i nadále rostly nejrychleji úvěry na bydlení
(roční míry růstu v %)



Graf III.4.9

ÚVĚROVÉ STANDARDY BANK

Zpřísňování úvěrových standardů u úvěrů na bydlení dále pokračuje
(čisté procentní podíly bankovního trhu v %, kladné hodnoty znamenají zpřísnění standardů a naopak)



Nominální efektivní kurz koruny ve druhém čtvrtletí rovněž posílil. Meziročně dosáhlo efektivní zhodnocení koruny v červnu 3,1 % (Graf III.4.7). Rozhodujícím faktorem bylo zejména posílení koruny vůči euru, které činilo meziročně 3 %. Vliv mělo také výrazné oslabování britské libry[29] a čínského renminbi na světových trzích, vůči nimž koruna ve stejném období posílila o 12,6 % a 6 %. Jedinými měnami koše NEER, vůči nimž koruna meziročně oslabila, byl ruský rubl (o 9,1 %) a polský zlotý (1,5 %).

III.4.3 Úvěry

Růst úvěrů podporovaný nízkými úrokovými sazbami a pozitivním ekonomickým vývojem pokračoval. Zrychlil růst úvěrů nefinančním podnikům a v menší míře také domácnostem na bydlení, dynamika spotřebitelských úvěrů se stabilizovala (Graf III.4.8). V souhrnu se v květnu úvěry soukromému sektoru meziročně zvýšily o 10,5 %, což je nejvyšší hodnota zaznamenaná od roku 2009. Podle Šetření úvěrových podmínek bank očekávají banky ve třetím čtvrtletí další zrychlování růstu poptávky po úvěrech nefinančním podnikům a spotřebitelských úvěrech, dynamika úvěrů na bydlení by měla spíše zpomalovat.

Úvěrové standardy u úvěrů na bydlení se zpřísnily, v ostatních segmentech úvěrového trhu se neměnily (Graf III.4.9). Zpřísnění úvěrových standardů u úvěrů na bydlení souviselo s implementací makroobezřetnostních opatření ČNB ohledně limitů LTV, jakož i s vnímaným rizikem plynoucím z očekávaného vývoje na trhu nemovitostí. Další zpřísnění úvěrových standardů v této oblasti banky avizují i pro třetí čtvrtletí. K mírnému uvolnění standardů by mělo naopak dojít u spotřebitelských úvěrů. U úvěrů podnikům se žádné změny neplánují. Napříč všemi segmenty trhu přetrvával tlak na snižování úrokových marží, nejvýraznější byl přitom u spotřebitelských úvěrů.

K růstu úvěrů soukromému sektoru přispívala nejvíce poptávka domácností po úvěrech na bydlení (Graf III.4.10). Míra růstu celkového objemu hypoték dosáhla v průběhu druhého čtvrtletí téměř 10 %. Poptávku podporovalo očekávání dalšího omezení dostupnosti hypoték, výhled pokračujícího růstu cen nemovitostí a optimismus spotřebitelů. Nové úvěry na bydlení proto i přes další zpřísnění úvěrových standardů a podmínek rostly.

Růst spotřebitelských úvěrů pokračoval v prostředí dalšího poklesu úrokových sazeb v tomto segmentu. Jeho tempo se udrželo na úrovni 7 % a bylo taženo neúčelovými úvěry. Jednalo se přitom především o konsolidaci stávajících úvěrů, čisté nové úvěry poklesly.

29 Na libru negativně dopadá rozhodnutí Spojeného království vystoupit z EU. Přestože její kurz výrazně skokově oslabil okamžitě po zveřejnění výsledků britského referenda (23. června 2016), v postupném oslabování pokračoval i poté. Ke konci června 2017 činilo meziroční oslabení libry vůči euru 5,7 %, vůči americkému dolaru pak 2,9 %.

Úvěry nefinančním podnikům zrychlily svůj meziroční růst, přičemž ke zvýšené dynamice přispívaly především dlouhodobé úvěry. Poptávka po nich byla motivována zejména financováním fixních investic, fúzí, akvizic a restrukturalizací podniků a dluhů. Hlavní příspěvek měly nadále úvěry do činností v oblasti nemovitostí (s výrazným podílem cizoměnových úvěrů) a zpracovatelského průmyslu, a nově i do odvětví dopravy (Graf III.4.11). Roční tempo růstu cizoměnových úvěrů (upravené o kurzové vlivy) zůstalo po ukončení kurzového závazku na vysoké úrovni (37 %). Zvyšování podílu těchto úvěrů na celkových podnikových úvěrech se ve druhém čtvrtletí zastavilo na hodnotách kolem 30 %.

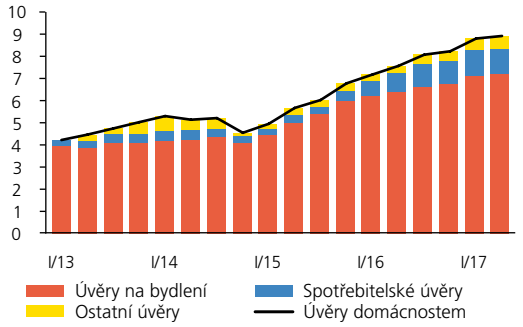
III.4.4 Peníze

Růst peněžního agregátu M3 v dubnu prudce zrychlil na 13 %, poté lehce zvolnil (Graf III.4.12). Z hlediska tvorby peněz se na růstu M3 podílel svižný růst domácích úvěrů a příliv kapitálu ze zahraničí související s ukončením kurzového závazku. Ten stlačil výnosy státních dluhopisů do značně záporných hodnot, což motivovalo domácí investory k uložení přebytečné korunové likvidity u bank v rámci krátkodobých instrumentů (tj. jednodenních vkladů a repo obchodů zahrnutých do M3).

Graf III.4.10

ÚVĚRY DOMÁCNOSTEM

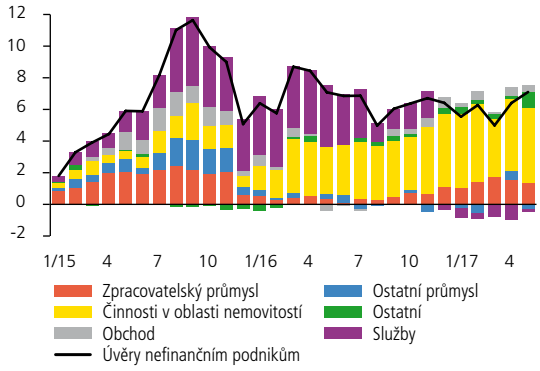
Úvěry na bydlení zůstávají hlavním tahounem růstu úvěrů domácnostem
(roční míry růstu v %, příspěvky v procentních bodech, údaje ke konci daného čtvrtletí, poslední údaj je za květen 2017)



Graf III.4.11

ÚVĚRY NEFINANČNÍM PODNIKŮM DLE ODVĚTVÍ

Růst úvěrů se koncentruje do činností v oblasti nemovitostí, v menší míře přispívají také zpracovatelský průmysl a doprava
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

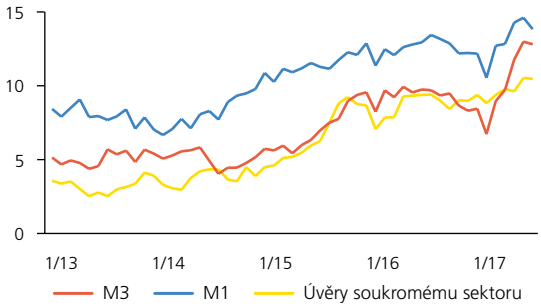


Poznámka: Pod položkou ostatní je zahrnuto stavebnictví, zemědělství a doprava.

Graf III.4.12

PENĚŽNÍ AGREGÁTY A ÚVĚRY

Růst peněžního agregátu M3 výrazně zrychlil
(roční míry růstu v %)



BoE	centrální banka UK
BoJ	centrální banka Japonska
CF	Consensus Forecasts
CPI	consumer price index (index spotřebitelských cen)
CPIH	experimentální index spotřebitelských cen se zahrnutím cen starších nemovitostí
CZK, Kč	česká koruna
CZ-ISCO	klasifikace zaměstnání (používaná od roku 2011)
ČEB	Česká exportní banka
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
ČSÚ	Český statistický úřad
DPH	daň z přidané hodnoty
ECB	Evropská centrální banka
EET	elektronická evidence tržeb
EGAP	Exportní garanční a pojišťovací společnost
EHP	Evropský hospodářský prostor
EIA	Energy Information Administration (americký vládní úřad poskytující oficiální statistiky z oblasti energetiky)
EIA	Environmental Impact Assessment (vyhodnocení vlivu na životní prostředí)
EIU	Economist Intelligence Unit
EK	Evropská komise
ESA	Evropský systém národních účtů
ESCB	Evropský systém centrálních bank
EU	Evropská unie
EUR	euro
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu
Fed	centrální banka USA
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)
GBP	britská libra
HDP	hrubý domácí produkt
HICP	harmonizovaný cenový index
HNP	hrubý národní produkt
HP filtr	Hodrick-Prescottův filtr
HPH	hrubá přidaná hodnota
HPI	house price index (index cen bytových nemovitostí)
IEA	International Energy Agency (Mezinárodní energetická agentura)
Ifo	index ekonomické důvěry v Německu
ILO	International Labour Organization (Mezinárodní organizace práce)
IOFT	inflační očekávání finančního trhu
IRS	interest rate swap (úrokový swap)
IRI	Institut regionálních informací
ISPV	informační systém o průměrném výdělku
JPY	japonský jen
KZAM	klasifikace zaměstnání (používaná od roku 2011)
LIBOR	londýnská mezibankovní zápůjční úroková sazba
LTV	loan to value
M1, M3	peněžní agregát
MFI	měnové finanční instituce
MF	Ministerstvo financí
MMF	Mezinárodní měnový fond
MPSV	Ministerstvo práce a sociálních věcí
NAIRU	nonaccelerating inflation rate of unemployment (inflaci nezrychlující míra nezaměstnanosti)
NBS	Národná banka Slovenska (Slovenská národní banka)
NH	národní hospodářství
NHPP	národohospodářská produktivita
NJMN	nominální jednotkové mzdové náklady
NÚ	národní účty
OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
OPEC	Organizace zemí vyvážejících ropu
p. b.	procentní body
PH	pohonné hmoty
PMI	Purchasing Managers Index (Index nákupních manažerů)
PPI	ceny průmyslových výrobců
PRIBOR	mezibankovní zápůjční úroková sazba
1T, 1M, 1R	jednotýdenní, jednoměsíční, jednoroční
PZI	přímé zahraniční investice
repo sazba	sazba dohod o zpětném odkupu
UK	Spojené království Velké Británie a Severního Irska
USA	Spojené státy americké
USD	americký dolar
VŠPS	výběrové šetření pracovních sil
WTI	West Texas Intermediate (lehká texaská ropa)

Tento glosář vysvětluje některé pojmy, které jsou často používány ve Zprávě o inflaci. Obsáhlejší slovník pojmů lze nalézt na webových stránkách ČNB (http://www.cnb.cz/cs/obecne/slovnik/index.html).

Běžný účet platební bilance: zachycuje vývoz a dovoz zboží a služeb, výnosy z kapitálu, investic a práce a jednostranné převody.

Bid-to-Cover Ratio: vyjadřuje poměr celkové poptávky k uspokojené poptávce v primárních aukcích střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů.

Ceny potravin: ve svých materiálech ČNB za ceny potravin označuje sloučenou skupinu cen potravin a nealkoholických nápojů s cenami alkoholických nápojů a tabáku.

Consensus Forecasts: pravidelná měsíční publikace společnosti Consensus Economics shrnující předpovědi stovek prominentních ekonomů a analytických týmů ohledně budoucího vývoje ve světě. ČNB využívá tyto předpovědi při tvorbě předpokladů o budoucím vývoji vnějšího prostředí ve své makroekonomické prognóze.

Cyklická složka salda vládního sektoru: vyjadřuje vliv ekonomického cyklu na hospodaření vládního sektoru.

Dezinflace: snižování inflace.

Diskontní sazba: měnověpolitická úroková sazba, která zpravidla představuje dolní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu. ČNB ji využívá k úročení přebytečné likvidity, kterou banky u ČNB uloží přes noc v rámci tzv. depozitní facility.

Efektivní kurz: uvádí zhodnocení (index nad 100) či znehodnocení (index pod 100) národní měny vůči koši vybraných měn za určité období oproti základnímu období. Vahami v koši jsou podíly největších obchodních partnerů na obratu zahraničního obchodu.

Efektivní ukazatele eurozóny: aproximují vliv ekonomické aktivity (efektivní HDP) a cenového vývoje (efektivní ceny výrobců a spotřebitelské ceny) v eurozóně na českou ekonomiku. Při výpočtu použité váhy odpovídají podílu jednotlivých zemí eurozóny na celkovém vývozu ČR do eurozóny.

Eurozóna: území těch členských států Evropské unie, které přijaly euro jako společnou měnu v souladu se „Smlouvou o založení Evropského společenství".

Finanční účet platební bilance: zahrnuje transakce spojené se vznikem, změnami a zánikem vlastnictví finančních pohledávek a závazků vlády, bankovní a podnikové sféry a ostatních subjektů ve vztahu k zahraničí. Jeho strukturu tvoří přímé investice, portfoliové investice, finanční deriváty a zaměstnanecké opce na akcie, ostatní investice a rezervní aktiva.

Fiskální impulz: veličina zohledňující vliv fiskální politiky na ekonomickou aktivitu v krátkém období.

Fiskální pozice: meziroční změna strukturálního salda vládního sektoru (v procentních bodech). Kladná hodnota indikuje fiskální restrikci, záporná hodnota fiskální expanzi.

Horizont měnové politiky: časový horizont, na který se při svém rozhodování soustředí měnová politika a který zohledňuje zpoždění v transmisi měnové politiky. Tento časový horizont je vzdálený zhruba 12 až 18 měsíců v budoucnosti.

Hrubý domácí produkt (HDP): klíčový ukazatel vývoje ekonomiky. Představuje souhrn hodnot přidaných zpracováním ve všech odvětvích ekonomiky. Jeho strukturu z hlediska užití tvoří výdaje na tzv. konečnou spotřebu (spotřeba domácností, vlády a neziskových institucí), tvorba hrubého kapitálu (fixní investice a změna stavu zásob) a zahraniční obchod (tzv. čistý vývoz zboží a služeb).

Hrubý provozní přebytek a smíšený důchod sektoru domácností: hrubý provozní přebytek, jako součást hrubého disponibilního důchodu domácností, je rozdílem mezi hrubou přidanou hodnotou sektoru domácností a součtem náhrad zaměstnanců a ostatních daní z výroby zmenšených o ostatní dotace na výrobu v tomto sektoru. Hrubý smíšený důchod vzniká pouze v sektoru domácností, kde u drobných podnikatelů nelze odlišit odměnu za práci vykonanou vlastníkem firmy nebo členy jeho rodiny od jeho zisku jakožto podnikatele.

Inflace: obvykle chápána jako opakovaný růst většiny cen v dané ekonomice. Jde o oslabení reálné hodnoty (tj. kupní síly) dané měny vůči zboží a službám, které spotřebitel kupuje – je-li v ekonomice přítomna inflace spotřebitelských cen, pak na nákup téhož koše zboží a služeb spotřebitel potřebuje čím dál více jednotek měny dané země. V praxi je inflace v oblasti spotřebitelských cen měřena jako přírůstek tzv. indexu spotřebitelských cen.

Inflační cíl: veřejně a s dostatečným předstihem stanovená hodnota pro inflaci spotřebitelských cen, o jejíž dosažení ČNB usiluje.

Inflační tlaky: jsou v modelovém aparátu ČNB dány vývojem reálných mezních nákladů v sektoru spotřeby a dělí se na domácí (v sektoru meziprodukce) a dovezené (v sektoru dovozních cen).

Jádrová inflace: (dříve nazývaná jako korigovaná inflace bez pohonných hmot) označuje cenový růst nepotravinářských položek spotřebního koše bez položek regulovaných cen, změn nepřímých daní a pohonných hmot.

Krytý dluhopis (covered bond): dluhopis kolateralizovaný (zajištěný) dlouhodobými aktivy, zpravidla hypotečními úvěry nebo úvěry veřejnému sektoru. Emitenty jsou převážně banky a vydávání krytých dluhopisů podléhá přísným legislativním pravidlům. Tento druh dluhopisu se vyznačuje nižším úvěrovým rizikem z důvodu vyššího krytí oproti standardním dluhopisům (tzv. dual recourse), z něho vyvstává držiteli krytého dluhopisu preferenční nárok na pohledávky emitenta za hypotečními úvěry nebo úvěry veřejného sektoru a stejně tak nárok vůči emitentovi. V případě úpadku emitenta krytého dluhopisu tak má jeho držitel přednostní právo na aktiva, která jej zajišťují.

Lombardní sazba: měnověpolitická úroková sazba, která představuje horní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu. ČNB ji využívá k úročení likvidity, kterou poskytne přes noc bankám v rámci tzv. zápůjční facility.

Loan-to-value ratio (LTV): poměr úvěrů a hodnoty zastavené nemovitosti.

Měnové podmínky: představují souhrnné působení úrokových sazeb a měnového kurzu na ekonomiku. Jde o klíčové veličiny, kterými může měnová politika ovlivnit ekonomickou aktivitu a jejím prostřednictvím cenový vývoj. Úrokové sazby a měnový kurz nemusejí nutně působit na ekonomiku stejným směrem.

Měnověpolitická inflace: inflace, na kterou reaguje měnová politika. Jedná se o celkovou inflaci očištěnou o primární dopady změn nepřímých daní.

Měnověpolitické úrokové sazby: krátkodobé úrokové sazby spojené s prováděním měnové politiky. Mezi ně patří dvoutýdenní repo sazba, diskontní sazba a lombardní sazba.

Míra inflace: přírůstek průměrného (bazického) indexu spotřebitelských cen za posledních 12 měsíců proti průměru předchozích 12 měsíců.

Míra nezaměstnanosti: vyjadřuje podíl počtu nezaměstnaných na celkové pracovní síle. Rozlišujeme obecnou míru nezaměstnanosti zjišťovanou ČSÚ v souladu s metodikou Mezinárodní organizace práce a podíl nezaměstnaných osob dle MPSV.

Nabídkové ceny nemovitostí: ceny nabídek prodeje nemovitostí v realitních kancelářích. Nabídkové ceny by měly být vyšší než ceny převodů nemovitostí. V ČR jsou nabídkové ceny nemovitostí publikované například ČSÚ či Institutem regionálních informací (IRI).

Nominální jednotkové mzdové náklady (NJMN): mzdové náklady potřebné k vyrobení jednotky produkce. NJMN jsou vypočteny jako podíl nominálního objemu mezd a platů na HDP ve stálých cenách.

Nominální náklady v sektoru meziprodukce: jsou spoluurčeny cenami služeb výrobních faktorů, tedy mzdovými náklady v tržním sektoru a cenou kapitálu. Vedle těchto nákladových položek určuje náklady efektivita práce. Tu lze chápat jako koncept podobný souhrnné produktivitě výrobních faktorů např. v Cobbově-Douglasově produkční funkci. V ceně kapitálu se vedle vývoje domácí a zahraniční poptávky odráží také cenový deflátor fixních investic, jenž je také ovlivňován pohybem cen dovážených kapitálových statků.

Nominální náklady v sektoru spotřeby: jsou tvořeny cenami výstupu v sektoru meziprodukce a dovozního sektoru, protože zboží konečné spotřeby je vyráběno pomocí vstupů z těchto sektorů. Další složkou nákladů je cenová konvergence, která aproximuje diferenciál produktivity mezi obchodovatelným a neobchodovatelným sektorem a jeho cenový efekt, známý jako obdoba Balassova-Samuelsonova efektu.

Obecná míra nezaměstnanosti: pokrývá věkovou skupinu 15–64 let (měřeno metodikou ILO dle VŠPS). Jedná se o podíl počtu nezaměstnaných a pracovní síly (tedy součtu zaměstnaných a nezaměstnaných) v dané věkové skupině.

Peněžní agregáty: představují množství peněz v ekonomice zachycené v tzv. měnovém přehledu. Podle národní definice jsou propočteny z pasiv rezidentských měnových finančních institucí měnového charakteru vůči sektorům jiným než měnovým finančním institucím nacházejících se v ČR (domácnosti, nefinanční podniky a finanční instituce mimo vládní instituce). Peněžní agregáty se liší podle likvidity jednotlivých složek. Úzký peněžní agregát M1 zahrnuje oběživo a jednodenní vklady. Široký peněžní agregát M2 obsahuje M1, celkové vklady s dohodnutou splatností a s výpovědní lhůtou a repo operace. Široký peněžní agregát M3 zahrnuje oběživo, jednodenní vklady, vklady s dohodnutou splatností do dvou let, vklady s výpovědní lhůtou do tří měsíců, repo operace, podílové listy fondů peněžního trhu a emitované dluhové cenné papíry do dvou let.

Peněžní trh: část finančních trhů, která slouží k získávání krátkodobých úvěrů a na které se obchoduje s finančními instrumenty se splatností do jednoho roku. Typickými cennými papíry obchodovanými na tomto trhu jsou státní pokladniční poukázky. V rámci tohoto trhu provádí ČNB repo operace.

Platební bilance: zachycuje ekonomické transakce se zahraničím (tj. mezi rezidenty a nerezidenty) za určité časové období. Základní struktura platební bilance zahrnuje běžný, kapitálový a finanční účet.

Podíl nezaměstnaných osob: je poměr dosažitelných uchazečů o zaměstnání ve věku 15–64 let k populaci stejného věku.

Poměr ceny bytu a průměrné mzdy (také ukazatel price-to-wage): podíl ceny bytu a součtu roční průměrné mzdy za poslední čtyři čtvrtletí. Při vyšších úrovních ukazatele bývají obvykle ceny bytů nadhodnoceny. Index počítán z realizačních cen nemovitostí, nejnovější údaje jsou odhadnuty z cen nabídkových.

Primární saldo vládního sektoru: je saldo vládního sektoru snížené o úrokové platby (tj. o tzv. dluhovou službu).

Realizované ceny nemovitostí: ceny pocházející jednak ze statistik daňových přiznání pro daň z převodu nemovitosti MF ČR, které jsou publikovány ČSÚ. Tyto ceny mají metodicky nejblíže ke skutečným tržním cenám nemovitostí, jsou však publikovány s časovým zpožděním. Druhým alternativním zdrojem dat o realizačních cenách jsou údaje ČSÚ z výběrového šetření v realitních kancelářích, u kterých je časové zpoždění výrazně nižší.

Regulované ceny: podskupina spotřebního koše, která obsahuje položky se stanovenými maximálními cenami (mohou být stanoveny na centrální či místní úrovni), věcně usměrňovanými cenami (jedná se o položky, do jejichž cen lze promítnout pouze ekonomicky oprávněné náklady a přiměřený zisk) a administrativně stanovené poplatky. Výběr těchto položek vychází z Cenového věstníku Ministerstva financí ČR.

Repo sazba: základní měnověpolitická úroková sazba ČNB, kterou je úročena nadbytečná likvidita komerčních bank stahovaná ČNB prostřednictvím tzv. dvoutýdenních repo tendrů.

Saldo vládního sektoru: odpovídá rozdílu mezi příjmy a výdaji vládního sektoru. V případě záporného salda vládního sektoru hovoříme o deficitu/schodku vládního sektoru. V případě kladného salda vládního sektoru se jedná o přebytek hospodaření vládního sektoru.

Strukturální saldo vládního sektoru: je cyklicky očištěné saldo vládního sektoru upravené o mimořádné jednorázové operace, které zachycuje strukturální nastavení fiskální politiky.

Výjimka z plnění inflačního cíle: vyvazuje centrální banku ze závazku plnit inflační cíl. Je využívána v režimu flexibilního cílování inflace v situaci, kdy dochází k velkým nárazovým změnám exogenních faktorů (jedná se zejména o šoky na straně nabídky, např. změny nepřímých daní), jejichž vliv na inflaci je zcela či ve značné míře mimo dosah opatření měnové politiky centrální banky.

KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY

		roky									
		2010	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
POPTÁVKA A NABÍDKA											
Hrubý domácí produkt											
HDP	mld. Kč, stálé ceny r. 2010, sez. očištěno	3 958,1	4 028,6	3 999,6	3 980,2	4 088,2	4 308,5	4 415,8	**4 572,9**	**4 719,1**	**4 863,6**
HDP	%, meziročně, reálně, sez. očištěno	2,1	1,8	-0,7	-0,5	2,7	5,4	2,5	**3,6**	**3,2**	**3,1**
Výdaje na konečnou spotřebu domácností	%, meziročně, reálně, sez. očištěno	1,0	0,3	-1,2	0,5	1,8	3,8	3,6	**3,6**	**4,1**	**2,6**
Výdaje na konečnou spotřebu vlády	%, meziročně, reálně, sez. očištěno	0,5	-3,2	-2,0	2,5	1,1	1,9	2,0	**2,6**	**1,9**	**2,2**
Tvorba hrubého kapitálu	%, meziročně, reálně, sez. očištěno	4,0	1,8	-3,8	-5,1	8,5	13,1	-2,4	**2,9**	**5,6**	**2,6**
Tvorba hrubého fixního kapitálu	%, meziročně, reálně, sez. očištěno	1,0	0,9	-2,9	-2,5	3,9	10,4	-2,5	**3,2**	**7,3**	**2,7**
Vývoz zboží a služeb	%, meziročně, reálně, sez. očištěno	14,2	9,2	4,5	0,2	8,7	6,2	4,3	**6,9**	**6,4**	**7,7**
Dovoz zboží a služeb	%, meziročně, reálně, sez. očištěno	14,3	6,7	2,8	0,1	10,1	7,0	3,1	**6,8**	**7,9**	**7,4**
Čistý vývoz	mld. Kč, stálé ceny r. 2010, sez. očištěno	121,6	193,7	245,8	249,7	233,1	224,9	271,8	**294,6**	**262,8**	**292,5**
Koincidenční ukazatele											
Průmyslová produkce	%, meziročně, reálně	8,6	5,9	-0,8	-0,1	5,0	4,6	3,5	-	-	**-**
Stavební produkce	%, meziročně, reálně	-7,4	-3,6	-7,6	-6,7	4,3	7,1	-5,9	-	-	**-**
Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu	%, meziročně, reálně	1,5	1,7	-1,1	1,2	5,5	8,1	6,4	-	-	**-**
CENY											
Hlavní cenové ukazatele											
Míra inflace	%, konec období	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3	0,7	-	-	**-**
Spotřebitelské ceny	%, meziročně, průměr	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3	0,7	**2,4**	**2,0**	**1,9**
Regulované ceny (18,70 %)*	%, meziročně, průměr	2,6	4,7	8,6	2,2	-3,0	0,0	0,2	**0,0**	**1,0**	**1,3**
Ceny potravin (včetně alkoholických nápojů a tabáku) (24,58 %)*	%, meziročně, průměr	0,9	3,9	2,8	3,1	1,8	0,0	0,2	**3,8**	**3,1**	**1,8**
Jádrová inflace (53,32 %)*	%, meziročně, průměr	-1,2	-0,7	-0,4	-0,6	0,5	1,2	1,2	**2,4**	**2,1**	**2,1**
Ceny pohonných hmot (3,39 %)*	%, meziročně, průměr	12,8	9,9	6,0	-2,3	0,2	-13,5	-8,5	**4,4**	**-5,6**	**0,9**
Měnověpolitická inflace (bez vlivu změn daní)	%, meziročně, průměr	0,4	1,9	2,1	0,6	0,2	0,2	0,5	**2,5**	**1,9**	**1,9**
Deflátor HDP	%, meziročně, sez. očištěno	-1,4	0,0	1,5	1,4	2,5	1,2	1,2	**1,1**	**2,3**	**1,5**
Dílčí cenové ukazatele											
Ceny průmyslových výrobců	%, meziročně, průměr	1,2	5,6	2,1	0,8	-0,8	-3,2	-3,3	**1,6**	**0,3**	**1,7**
Ceny zemědělských výrobců	%, meziročně, průměr	7,1	22,1	3,3	5,0	4,7	-6,7	-5,1	**8,6**	**4,4**	**1,2**
Ceny stavebních prací	%, meziročně, průměr	-0,2	-0,5	-0,7	-1,1	0,5	1,2	1,2	**-**	**-**	**-**
Cena ropy Brent (USD/barel)	%, meziročně, průměr	28,4	38,2	0,7	-2,6	-8,5	-46,1	-16,0	**11,6**	**-1,0**	**3,7**
TRH PRÁCE											
Průměrná měsíční mzda	%, meziročně, nominálně	2,2	2,5	2,5	-0,1	2,9	3,2	3,7	**6,1**	**6,2**	**4,6**
Průměrná měsíční mzda	%, meziročně, reálně	0,7	0,6	-0,8	-1,5	2,5	2,9	3,0	**3,7**	**4,2**	**2,8**
Počet zaměstnanců včetně členů produkčních družstev	%, meziročně	-2,2	0,0	-0,1	1,6	0,6	2,2	2,1	**1,4**	**0,6**	**0,4**
Nominální jednotkové mzdové náklady	%, meziročně	-1,5	0,3	3,4	1,0	0,9	-0,5	3,1	**3,6**	**3,4**	**2,1**
Nominální jednotkové mzdové náklady v průmyslu	%, meziročně	-6,2	0,7	5,9	5,1	-0,4	1,8	1,0	**-**	**-**	**-**
Souhrnná produktivita práce	%, meziročně	3,3	2,1	-1,2	-0,8	2,2	3,8	1,3	**2,2**	**2,6**	**2,5**
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO)	%, průměr, věk 15–64	7,4	6,8	7,0	7,1	6,2	5,1	4,0	**3,1**	**2,8**	**2,7**
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV)	%, průměr	7,0	6,7	6,8	7,7	7,7	6,5	5,5	**4,2**	**3,8**	**3,7**
VEŘEJNÉ FINANCE											
Saldo vládního sektoru (ESA 2010)	mld. Kč, běžné ceny	-174,5	-109,9	-159,6	-51,1	-83,1	-29,0	27,6	**48,7**	**59,4**	**62,8**
Saldo vládního sektoru / HDP**	%, nominálně	-4,4	-2,7	-3,9	-1,2	-1,9	-0,6	0,6	**1,0**	**1,1**	**1,1**
Dluh vládního sektoru (ESA 2010)	mld. Kč, běžné ceny	1 508,5	1 606,5	1 805,4	1 840,4	1 819,1	1 836,3	1 754,9	**1 713,7**	**1 691,9**	**1 660,1**
Dluh vládního sektoru / HDP**	%, nominálně	38,1	39,8	44,5	44,9	42,2	40,0	36,8	**34,2**	**32,0**	**30,0**
VNĚJŠÍ VZTAHY											
Běžný účet platební bilance											
Obchodní bilance	mld. Kč, běžné ceny	40,4	75,5	123,8	167,0	220,0	188,0	250,6	**240,0**	**255,0**	**260,0**
Obchodní bilance / HDP	%, nominálně	1,0	1,9	3,0	4,1	5,1	4,1	5,3	**4,8**	**4,8**	**4,7**
Bilance služeb	mld. Kč, běžné ceny	78,5	81,3	77,6	70,4	55,7	78,0	101,1	**110,0**	**115,0**	**120,0**
Běžný účet platební bilance	mld. Kč, běžné ceny	-141,8	-84,8	-63,3	-21,8	7,9	11,3	52,6	**20,0**	**45,0**	**35,0**
Běžný účet platební bilance / HDP	%, nominálně	-3,6	-2,1	-1,6	-0,5	0,2	0,2	1,1	**0,4**	**0,9**	**0,6**
Přímé zahraniční investice											
Přímé investice	mld. Kč, běžné ceny	-95,0	-46,8	-121,3	7,4	-80,4	49,7	-141,0	**-140,0**	**-80,0**	**-75,0**
Měnové kurzy											
Kč/USD	průměr	19,1	17,7	19,6	19,6	20,8	24,6	24,4	-	-	**-**
Kč/EUR	průměr	25,3	24,6	25,1	26,0	27,5	27,3	27,0	-	-	**-**
Kč/EUR	%, meziročně, reálně (CPI eurozóna), průměr	-4,7	-2,0	1,6	3,5	5,9	-1,2	-1,3	-	-	**-**
Kč/EUR	%, meziročně, reálně (PPI eurozóna), průměr	-4,1	-3,1	2,6	2,3	4,8	-0,4	-0,1	-	-	**-**
Ceny zahraničního obchodu											
Vývozní ceny	%, meziročně, průměr	-1,0	1,7	2,9	1,2	3,5	-1,7	-3,1	**0,5**	**-1,1**	**0,9**
Dovozní ceny	%, meziročně, průměr	2,0	4,3	4,2	-0,2	1,9	-1,9	4,0	**1,6**	**-1,5**	**0,9**
PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY											
M3	%, meziročně, průměr	0,2	1,0	5,1	5,1	5,1	7,3	9,1	**11,7**	**7,7**	**7,3**
2T repo sazba	%, konec období, prognóza ČNB = průměr	0,75	0,75	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	**0,22**	**0,49**	**1,78**
3M PRIBOR	%, průměr	1,3	1,2	1,0	0,5	0,4	0,3	0,3	**0,5**	**0,7**	**2,0**

* v závorkách jsou uvedeny stálé váhy na současném spotřebním koši
** kalkulace ČNB
– údaj není dostupný nebo ho ČNB neprognózuje / nezveřejňuje
zvýrazněná data = prognóza ČNB

čtvrtletí roku 2015				čtvrtletí roku 2016				čtvrtletí roku 2017				čtvrtletí roku 2018				čtvrtletí roku 2019			
I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.
1 057,5	1 073,4	1 086,0	1 091,6	1 095,0	1 104,0	1 106,0	1 110,9	1 128,0	1 142,3	1 147,5	1 155,1	1 164,2	1 173,9	1 185,1	1 196,0	1 205,7	1 212,4	1 218,7	1 226,8
5,2	5,8	5,7	4,9	3,5	2,8	1,8	1,8	3,0	3,5	3,8	4,0	3,2	2,8	3,3	3,5	3,6	3,3	2,8	2,6
3,7	3,7	3,8	4,1	4,0	3,6	3,7	3,0	2,8	3,5	3,7	4,2	4,6	4,4	4,0	3,6	3,1	2,7	2,4	2,2
1,4	1,4	2,6	2,3	1,9	2,2	1,8	2,1	2,4	2,7	3,0	2,4	2,9	1,9	1,4	1,5	1,5	2,0	2,4	2,8
14,8	18,5	13,4	6,2	2,8	-5,2	-4,0	-3,1	-0,8	1,7	3,5	7,5	5,9	5,7	5,8	5,1	4,0	3,0	2,1	1,4
8,4	12,0	12,4	8,6	2,1	-3,1	-4,8	-3,9	-0,5	2,4	4,4	6,4	7,9	8,0	7,4	6,0	4,1	3,1	2,1	1,4
5,4	6,0	6,8	6,6	6,7	5,6	2,8	2,3	4,0	7,0	8,7	8,1	6,4	4,9	6,5	7,8	8,7	8,2	7,3	6,6
6,6	7,8	7,5	6,0	6,5	3,0	1,9	1,4	2,4	6,5	8,9	9,6	8,5	7,0	7,7	8,3	8,5	7,9	7,0	6,4
56,6	45,6	57,6	65,0	61,9	68,8	67,2	73,9	77,5	77,7	71,5	67,9	64,3	63,6	65,8	69,0	71,5	72,1	72,9	76,0
5,1	5,6	4,1	3,7	3,5	6,2	0,7	3,3	7,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
9,5	12,3	7,3	1,5	-6,9	-8,9	-6,6	-2,0	-0,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
8,3	8,7	6,2	9,1	7,4	8,9	5,1	4,6	6,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0,3	0,5	0,4	0,3	0,4	0,3	0,4	0,7	1,2	1,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0,1	0,7	0,4	0,1	0,5	0,3	0,5	1,4	2,4	2,2	2,6	2,5	2,0	2,2	1,9	1,8	1,8	1,8	1,9	2,0
0,2	0,3	-0,2	-0,4	0,7	0,2	-0,1	-0,1	-0,5	-0,1	0,2	0,4	0,8	1,0	1,1	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3
-0,9	0,7	0,3	0,0	-0,4	-0,8	0,2	1,8	3,4	2,9	4,3	4,5	3,6	4,1	2,7	1,9	1,6	1,6	1,9	2,2
1,1	1,1	1,1	1,3	1,3	1,1	1,1	1,4	2,1	2,5	2,7	2,5	2,2	2,1	2,0	2,0	2,0	2,1	2,1	2,2
-14,6	-10,1	-12,6	-16,6	-12,4	-12,4	-9,5	0,2	15,1	7,5	0,0	-4,8	-10,3	-8,4	-3,2	-0,6	0,7	1,3	1,1	0,5
-0,1	0,4	0,2	0,0	0,3	0,0	0,3	1,3	2,5	2,3	2,7	2,5	1,9	2,1	1,9	1,8	1,7	1,8	1,9	2,0
1,5	1,3	1,0	0,8	1,5	1,1	1,3	1,1	0,5	1,1	1,3	1,3	1,9	2,2	2,3	2,7	2,1	1,4	1,2	1,4
-3,3	-2,3	-3,6	-3,5	-4,0	-4,6	-3,3	-1,1	2,7	2,3	1,1	0,3	-0,8	-0,3	1,0	1,3	1,5	1,6	1,7	1,8
-9,3	-10,9	-6,5	1,8	-2,9	-6,9	-5,7	-4,1	-0,2	11,3	13,8	10,1	9,3	4,6	2,4	1,4	1,2	1,0	1,3	1,5
1,0	1,3	1,4	1,3	1,3	1,1	1,1	1,2	1,2	1,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-48,9	-42,1	-50,6	-41,6	-36,3	-26,1	-7,6	16,0	57,6	9,1	0,8	-5,4	-10,4	-2,4	5,8	4,9	4,2	3,8	3,5	3,3
2,3	3,3	3,5	3,7	3,8	3,3	4,0	3,7	5,3	5,9	6,5	6,9	6,9	6,4	5,9	5,5	4,9	4,6	4,5	4,5
2,2	2,6	3,1	3,6	3,3	3,1	3,5	2,3	2,8	3,7	3,9	4,4	4,9	4,2	3,9	3,7	3,1	2,8	2,6	2,5
2,1	2,4	2,0	2,1	2,8	2,0	1,9	1,9	1,1	1,6	1,6	1,2	0,9	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,3
-1,0	-1,0	0,0	0,1	2,7	1,5	4,1	4,0	2,5	3,7	4,0	3,9	4,3	4,0	3,0	2,5	2,0	2,0	2,2	2,4
-0,7	0,4	3,0	4,4	5,3	-1,3	1,5	-1,2	-1,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
3,8	4,1	3,8	3,7	1,8	2,9	0,4	0,2	2,5	1,5	1,9	2,7	2,4	2,3	2,8	3,0	3,0	2,7	2,3	2,2
6,1	5,0	4,9	4,5	4,4	4,0	4,0	3,6	3,5	3,0	2,9	2,8	2,9	2,7	2,8	2,7	2,8	2,6	2,7	2,7
7,5	6,4	6,2	6,0	6,3	5,4	5,3	5,0	5,1	4,2	3,9	3,9	4,2	3,7	3,6	3,7	4,0	3,5	3,5	3,6
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
74,4	45,9	33,1	34,6	83,7	81,5	45,5	39,9	83,8	65,0	45,0	46,2	86,0	75,0	46,0	48,0	88,0	76,0	47,0	49,0
7,0	4,0	2,8	2,9	7,5	6,7	3,8	3,2	7,2	5,1	3,5	3,5	7,0	5,6	3,4	3,5	6,8	5,4	3,4	3,4
19,2	19,4	20,2	19,3	24,5	24,8	27,4	24,4	28,0	27,0	29,0	26,0	29,0	29,0	30,0	27,0	30,0	30,0	31,0	29,0
93,4	-48,4	-48,4	14,7	109,9	-11,6	-22,8	-22,8	94,5	-3,0	-64,0	-7,5	109,0	-24,0	-53,0	13,0	107,0	-32,0	-51,0	11,0
8,8	-4,2	-4,1	1,2	9,9	-1,0	-1,9	-1,8	8,2	-0,2	-5,0	-0,6	8,9	-1,8	-3,9	0,9	8,3	-2,3	-3,6	0,8
3,3	-1,4	20,2	27,6	9,6	-84,2	-51,6	-14,8	-54,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
24,5	24,8	24,3	24,7	24,5	23,9	24,2	25,1	25,4	24,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
27,6	27,4	27,1	27,1	27,0	27,0	27,0	27,0	27,0	26,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0,3	-0,8	-2,3	-2,0	-2,3	-1,4	-0,5	-0,9	-1,2	-2,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1,2	0,0	-1,0	-1,7	-1,8	-0,3	0,7	1,0	0,9	-0,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-0,5	-0,5	-2,7	-3,3	-4,2	-4,3	-2,7	-1,3	2,2	1,2	-0,2	-1,0	-3,1	-1,6	0,0	0,4	0,8	0,9	0,9	1,0
-1,5	0,0	-2,5	-3,8	-5,6	-6,3	-3,7	-0,4	5,1	3,2	0,2	-1,9	-4,3	-2,3	0,0	0,5	0,9	1,0	0,9	0,7
5,7	6,4	8,0	9,1	9,6	9,6	9,1	8,0	10,2	12,7	12,3	11,8	9,2	6,9	7,1	7,7	7,8	7,7	7,2	6,6
0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,41	0,37	0,34	0,35	0,49	0,77	1,19	1,61	1,99	2,33
0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	1,0	1,4	1,9	2,2	2,6

Vydává:
ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA
Na Příkopě 28
115 03 Praha 1
Česká republika

Kontakt:
ODBOR KOMUNIKACE SEKCE KANCELÁŘ
Tel.: 224 413 112
Fax: 224 412 179

http://www.cnb.cz

Sazba a produkce: Jerome s.r.o.
Grafický design: Jerome s.r.o.

ISSN 1803-2400 (Print)
ISSN 1804-2457 (Online)